

**EL GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA: UN ANÁLISIS DESDE SUS  
ORÍGENES HASTA LOS RETOS QUE IMPONE SU IMPLEMENTACIÓN**

**ERIKA PAOLA ARISTIZÁBAL ATEHORTÚA  
SEBASTIÁN PATIÑO ZAPATA**

**UNIVERSIDAD EAFIT  
ESCUELA DE DERECHO  
MEDELLÍN  
2015**

**EL GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA: UN ANÁLISIS DESDE SUS  
ORÍGENES HASTA LOS RETOS QUE IMPONE SU IMPLEMENTACIÓN**

**ERIKA PAOLA ARISTIZÁBAL ATEHORTÚA  
SEBASTIÁN PATIÑO ZAPATA**

**Trabajo de grado realizado como requisito  
para obtener el título de Abogado**

**Asesora Lina María López González, abogada**

**UNIVERSIDAD EAFIT  
ESCUELA DE DERECHO  
MEDELLÍN  
2015**

**Nota de aceptación:**

---

---

---

---

Jurado

---

Jurado

Medellín, abril de 2015

## CONTENIDO

	Pág.
<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>6</b>
<b>1. UN RECORRIDO POR EL CONCEPTO DE GOBIERNO CORPORATIVO .....</b>	<b>9</b>
1.1 ANTECEDENTES.....	9
1.2 CONCEPTO DE GOBIERNO CORPORATIVO.....	15
1.3 ESCÁNDALOS FINANCIEROS DE LOS ÚLTIMOS AÑOS.....	19
1.3.1 Enron Corporation .....	19
1.3.2 Worldcom .....	23
1.3.3 Parmalat .....	24
1.3.4 Lehman Brothers y American International Group. Inc.....	25
1.3.5 Interbolsa S.A. ....	27
1.4 REGULACIÓN INTERNACIONAL.....	32
1.4.1 Informe Cadbury.....	33
1.4.2 Sarbanes-Oxley Act.....	36
1.5 REGULACIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN ORGANIZACIONES INTERNACIONALES.....	41
1.5.1 La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) .....	41
1.5.2 Banco de Desarrollo de América Latina (CAF).....	50
1.6 REGULACIÓN EN COLOMBIA .....	55
1.6.1 Normatividad del Código de Comercio y Ley 222 de 1995 relacionada con la protección de accionistas.....	56
1.6.2 Resolución 275 de 2001 .....	59
1.6.3 Ley 964 de 2005.....	60
1.6.4 Circulares externas 028 de 2007 y 028 de 2014 de la Superintendencia Financiera de Colombia .....	62
1.7 ACTUALES FENÓMENOS DE GOBIERNO CORPORATIVO: ACCIONISTAS ACTIVISTAS .....	63

<b>2. ANÁLISIS: NIVEL DE APLICACIÓN DE LAS PRÁCTICAS DEL CÓDIGO PAÍS 2007 Y RETOS DERIVADOS DE LA IMPLEMENTACIÓN DEL CÓDIGO PAÍS 2014.....</b>	<b>67</b>
2.1 CÓDIGO DE MEJORES PRÁCTICAS CORPORATIVAS DE 2007 (CIRCULAR EXTERNA 028 DE 2007 MODIFICADO POR CIRCULAR EXTERNA 007 DE 2011).....	68
2.1.1 Análisis: nivel de implementación del código país 2007.....	70
2.2 CÓDIGO DE MEJORES PRÁCTICAS CORPORATIVAS DE 2014 (CIRCULAR EXTERNA 028 DE 2014) .....	78
2.2.1 Análisis: retos que impone la implementación del nuevo Código País 2014. ....	82
2.3 PRIMEROS AVANCES EN LA IMPLEMENTACIÓN DEL NUEVO CÓDIGO PAÍS DE 2014 .....	98
<b>3. CONCLUSIÓN.....</b>	<b>105</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>109</b>

## INTRODUCCIÓN

Las buenas prácticas de gobierno corporativo contribuyen al alcance de los objetivos de estabilidad, seguridad, confianza de los mercados, protección al inversionista y al mercado en general; a su vez, potencializan los principios de equidad, transparencia, integridad y responsabilidad; el buen gobierno de una sociedad se ha convertido en un requisito esencial para acceder al mercado de valores, atraer inversionistas y participar en mercados internacionales<sup>1</sup>. Fenómenos como la globalización, la aparición de nuevas formas de financiamiento y las crisis corporativas de las últimas décadas han contribuido al desarrollo de nueva regulación, la cual exige adoptar una serie de medidas que se convierten en verdaderos desafíos para las empresas que buscan un alto grado de competitividad.

Dada la importancia de estas prácticas, nuestro país se ha esforzado por implementar las recomendaciones que en el orden internacional se aplican para el logro de dichos objetivos. Entre las entidades que han trabajado en ello se destaca la Superintendencia Financiera de Colombia la cual ha desarrollado un papel fundamental en el impulso, promoción y fomento del buen gobierno corporativo y con el fin de lograr la *“equidad, integridad, responsabilidad y transparencia, promoviendo la estabilidad, seguridad y confianza del sistema financiero”*<sup>2</sup> ha ejercido su función como ente regulador de manera activa al publicar en el año 2007 el Código de Mejores Prácticas Corporativas<sup>3</sup> que fue recientemente reformado en 2014<sup>4</sup> para promover altos estándares de gobierno corporativo y para que las

---

<sup>1</sup> RAMÍREZ RUIZ, Juan Carlos. Documento conceptual del Gobierno Corporativo. Superintendencia Financiera de Colombia, Delegatura para el Gobierno Corporativo. 2006, p. 6.

<sup>2</sup> VÉLEZ PACHÓN, Federico. Aproximaciones al gobierno corporativo en Colombia: incursión y desarrollos actuales (Perspectivas de aplicación en el mercado de valores). En: Criterio Jurídico, Vol. 7. Cali, 2007, p. 396-397

<sup>3</sup> Superintendencia Financiera de Colombia. Circular externa 028 de 2007.

<sup>4</sup> Superintendencia Financiera de Colombia. Circular externa 028 de 2014.

empresas emisoras de valores implementen buenas prácticas para la obtención de mayor valor, fortalecimiento de la gestión y control de los riesgos.

La anterior regulación se considera de gran relevancia para el mercado de valores colombiano, pues implicará cambios de gran dimensión para las sociedades emisoras, por lo que con el presente trabajo se pretende, a través de diversos métodos de investigación, analizar el nivel de aplicación de dichas medidas, así como los retos que imponen su diseño e implementación, las cuales se concentran en las siguientes áreas: (1) derechos y trato equitativo de accionistas; (2) asamblea general de accionistas; (3) junta directiva<sup>5</sup>; (4) arquitectura de control; (5) transparencia e información financiera y no financiera. Aunque la implementación de las medidas es de carácter voluntario, la obligación que tienen las empresas emisoras de reportar anualmente ante la Superintendencia Financiera si cumplen o no con las recomendaciones por ella emitida, a través del diligenciamiento del Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas, facilitará la extracción de información para lograr el objetivo.

Con ese fin el trabajo se dividirá en dos partes. La primera será mayormente teórica lo que servirá para ubicarnos en el tema y entender de lo que se está hablando; en ella se describirán los antecedentes del gobierno corporativo, su concepto, las crisis financieras que dieron lugar a su actual desarrollo, las normas y regulaciones con mayor relevancia que se han emitido a nivel internacional y la implementación de las mismas en el ámbito nacional, también se hablará de los accionistas activistas como fenómeno simultáneo al del gobierno corporativo. En la segunda parte se analizará la efectividad que estas normas han tenido en el país y para ello se utilizará como base los resultados que presenta anualmente la Superintendencia Financiera con su análisis sobre las respuestas dadas por las empresas emisoras

---

<sup>5</sup> A lo largo de este trabajo se utilizarán indistintamente los términos de junta directiva, consejo directivo y directorio, según el concepto utilizado por la regulación a la que se esté haciendo referencia.

en el Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas que realizan desde el año 2007, allí se observará que aunque el país ha avanzado mucho, aún le queda camino por recorrer.

Como la reforma del Código País de 2014 pretende hacer frente a los problemas de implementación que han presentado las buenas prácticas de gobierno corporativo en el país y trabajar por lograr un sistema sólido, se considera necesario incluir en este aparte del trabajo un análisis respecto de los retos de gran dimensión que impone a las empresas, el estado y los accionistas la implementación del mismo.



## **1. UN RECORRIDO POR EL CONCEPTO DE GOBIERNO CORPORATIVO**

El concepto de gobierno corporativo como se conoce actualmente es el resultado de una serie de fenómenos relativos a las dificultades que se presentan entre la propiedad y la administración de una sociedad, lo que a lo largo de los años ha producido numerosas crisis corporativas. Lo anterior ha dado lugar al desarrollo del gobierno corporativo como una herramienta que busca conciliar los distintos intereses que tienen las personas que gobiernan una empresa y los que tienen un vínculo social o económico con la entidad, logrando así un sistema de gobierno efectivo. Por lo tanto, en este capítulo se describirán: (1) los antecedentes del gobierno corporativo; (2) su concepto; (3) las crisis financieras que dieron lugar a su actual desarrollo; (4) las normas y regulaciones con mayor relevancia que se han emitido a nivel internacional; (5) la implementación de las mismas en el ámbito nacional; (6) también se hablará de los accionistas activistas, como fenómeno simultáneo al del gobierno corporativo.

### **1.1 ANTECEDENTES**

Las nuevas condiciones sociales, económicas y políticas que surgen a partir de la Revolución Industrial, dan inicio a la idea de la empresa moderna como una poderosa organización social productiva que se expande desde Europa hacia Norteamérica, transformando el modelo de producción y la forma de obtener riqueza. Estas organizaciones comienzan a jugar un papel preponderante en la economía de los países, pues con la generación de empleo, la creación de nuevas fuentes de ingresos y la producción de bienes y servicios a gran escala, se convierten en motores de desarrollo que cambian por completo el panorama socioeconómico de la sociedad.

En este proceso de cambio, se adquiere un modelo de gobierno diferente, más estructurado y complejo: la distinción entre propiedad y gestión se vuelve evidente en las nuevas estructuras empresariales, y con ello se comienzan a percibir una serie de problemas o asimetrías que deben ser corregidas. Adam Smith fue uno de los autores que abordó el tema, y en 1776, en su obra *La Riqueza de las Naciones*, planteó lo que se conoce como el conflicto de agencia, el cual describe así: *“De los directores de tales compañías sin embargo, siendo los administradores del dinero de otros y no del suyo propio, no puede esperarse que ellos lo vigilen con la misma ansiosa diligencia con la cual los socios en una sociedad privada frecuentemente vigilan el suyo propio”*<sup>6</sup>.

A partir de la teoría de la agencia planteada por Smith, han surgido diferentes planteamientos y modelos de gobierno que analizan los conflictos que surgen entre la administración, los accionistas y los grupos de interés en el desarrollo de las actividades propias de una empresa. Estas teorías han influido directamente en la construcción del concepto de gobierno corporativo que se conoce en la actualidad, y si bien cuentan con elementos diferenciadores, comparten gran parte de sus argumentos, por lo que resultan más en un complemento de la primera que en posiciones excluyentes.

En términos generales, el conflicto de agencia que describe Smith y que posteriormente fue abordado por Berle y Means<sup>7</sup> en 1932 en su obra denominada *The Modern Corporation and Private Property*<sup>8</sup>. Plantean que los administradores de una sociedad, en el ejercicio de sus funciones, van en busca de la satisfacción

---

<sup>6</sup> BENAVIDES FRANCO, Julián. Documento conceptual del Gobierno Corporativo. Superintendencia Financiera de Colombia, Delegatura para el Gobierno Corporativo. 2006, p. 1.

<sup>7</sup> El abogado y profesor de la Universidad de Columbia, Adolf Berle, unió fuerzas con el economista Gardiner Means para escribir esta obra que analiza el desarrollo de la sociedad capitalista; cómo la revolución industrial incrementó el número de trabajadores bajo el mando de una sola administración; y cómo la empresa moderna recoge la riqueza de varios individuos bajo un solo control.

<sup>8</sup> GARCÍA SOTO, María Gracia. El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial. Tesis doctoral. Gran Canaria: Universidad Las Palmas, 2003, p. 1. Disponible en: <http://www.eumed.net/tesis-doctorales/mggs/>. p. 1.

de intereses personales, que no siempre se corresponden con los beneficios que buscan los propietarios. Por ejemplo, el gerente de una sociedad, motivado por recibir una compensación mayor, lleva a la empresa a asumir riesgos desproporcionados, que en el corto plazo le pueden significar grandes ingresos, sin embargo en el largo plazo, podrían llevar a la empresa al fracaso, esto último claramente no es lo que desean los propietarios, quienes preferirían asumir una posición más conservadora que garantice que la empresa continúe siendo sostenible y rentable.

Para comprobar la existencia de esta clase de conflictos, Berle y Means realizaron un estudio acerca de 200 compañías estadounidenses donde el capital estaba en manos de un gran número de accionistas, lo que dificultaba que estos pudieran influir de forma efectiva en la administración de la sociedad dado su porcentaje de participación minoritario. Este estudio reveló que el 44% de estas entidades estaban bajo el control de la dirección, lo que generaba problemas de gobierno dentro de la misma organización a raíz de la divergencia de intereses de cada parte<sup>9</sup>.

A diferencia de lo que ocurre en las sociedades de personas, donde la propiedad y la administración normalmente están en cabeza de una misma parte, la teoría de la agencia adquiere mayor protagonismo cuando se trata de empresas con un alto número de accionistas, pues entre más disperso se encuentre el control de la sociedad, será más difícil garantizar que los intereses de los directivos no sean los que en últimas dicten el rumbo de la entidad, mientras que los beneficios que buscan los accionistas pasan a un segundo plano.

Las diferencias que surgen entre las partes se conocen como problemas de agencia y sus causas pueden resumirse en las siguientes situaciones: (a) conflictos de

---

<sup>9</sup>ANDRÉS ALONSO, Pablo de y SANTAMARÍA MARISCAL, Marcos. Un paseo por el concepto de gobierno corporativo. En: Revista de Responsabilidad Social de la Empresa, vol. 2, nº 2. Mayo-agosto 2010. Madrid. p. 98. Disponible en: [http://web.uam.es/personal\\_pdi/economicas/paalonso/Archivos/AndresSantamariaRSE2010.pdf](http://web.uam.es/personal_pdi/economicas/paalonso/Archivos/AndresSantamariaRSE2010.pdf).

interés entre las partes, donde no es posible satisfacer un interés sin detrimento del otro; y (b) uso privilegiado de la información, donde una de las partes tiene pleno acceso a la misma, mientras que la otra parte tiene una restricción<sup>10</sup>.

En el ámbito empresarial, con el fin de materializar el deseo que tienen los accionistas de controlar y vigilar efectivamente las actuaciones de los administradores, buscando garantizar que sus intereses no sean menoscabados por la voluntad de aquellos, la teoría de la agencia plantea una posible solución, consistente en la celebración de contratos que regulen las relaciones entre las partes, por ejemplo con la utilización de un contrato que establezca que la remuneración del administrador estará sujeta a los resultados financieros de la empresa. Al respecto, Vélez Pachón plantea: *“(...) los accionistas y los administradores de la compañía establecen estatutaria o contractualmente mayores niveles de control y de responsabilidad de los ya exigidos por la ley mercantil, además, de que pueden definir los derechos, los deberes y las obligaciones entre las partes, fijando así los niveles de riesgo asumidos y los incentivos apropiados y adecuados para que haya eficiencia...”*<sup>11</sup>.

En este sentido, la regulación que establezcan las partes para delimitar el alcance de sus actuaciones va contribuir en la disminución de los conflictos que comúnmente se presentan, como el uso de información privilegiada por parte de los administradores o la disposición de bienes de la compañía en su beneficio. No obstante, la celebración de estos contratos y la utilización de herramientas de control implica que las partes incurran en los denominados costos de agencia que están conformados por: *“costos de transacción que están vinculados a la formalización del contrato; sumado a los costos de vigilancia que son propios al*

---

<sup>10</sup> GARCÍA SOTO, Op. Cit., p. 2.

<sup>11</sup> VÉLEZ PACHÓN, Op. Cit., p. 372.

*seguimiento del contrato; más los costos de garantía que se derivan de la contratación de seguros de cumplimiento”.*<sup>12</sup>

Ahora bien, hasta el momento se ha hecho referencia exclusiva a la relación entre accionistas y administradores, sin embargo el problema de la agencia no se circunscribe únicamente a esta relación, tal y como lo plantea el economista Michael Jensen al explicar de manera general que *“sí un individuo depende de la acción de otro existirá una relación de dependencia, que se formaliza mediante la celebración de un contrato en el que una parte, el agente, se compromete a realizar determinadas actividades en beneficio de la otra, el principal”*.<sup>13</sup> Este tipo de relaciones que surgen constantemente en ámbitos diferentes al empresarial, conllevan la existencia de un riesgo moral<sup>14</sup> en cabeza del agente, ya que este, en el proceso de toma de decisiones, tiene la opción cumplir el mandato que le fue delegado o de satisfacer sus propios intereses<sup>15</sup>.

De acuerdo con lo anterior y conscientes de que los problemas de agencia no se limitan a la relación accionista-administrador, Jensen y Meckling conciben la empresa como una creación legal que agrupa varias relaciones contractuales entre diferentes individuos. Por lo que, la empresa desarrollará su objeto social, conforme al resultado que se obtenga de equilibrar los intereses particulares de cada parte interviniente<sup>16</sup>.

Esta concepción permite una evolución en el concepto de gobierno corporativo, pues apunta a que las empresas deben tener en cuenta, además de los conflictos

---

<sup>12</sup> Ibíd. p. 373.

<sup>13</sup> JENSEN, Michael C. A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms. First Harvard University Press paperback edition, 2003, p. 137.

<sup>14</sup> Este riesgo moral se ha materializado frecuentemente a lo largo de la historia, donde a pesar de tener establecidos numerosos controles, los agentes han optado por favorecer sus propios intereses, no solo en detrimento de los accionistas, sino de los grupos de interés que resultan afectados por sus conductas.

<sup>15</sup> GARCÍA SOTO, Op. Cit., p. 2.

<sup>16</sup> ANDRÉS ALONSO, Op. Cit., p. 100.

entre administración y accionistas, aquellos que surjan entre los mismos accionistas con otros grupos de interés, o en general, con cualquier persona que posea un vínculo económico o social con la compañía.

Evidentemente, tener en cuenta la totalidad de intereses que confluyen en las actividades que desarrolla la empresa, resulta una tarea difícil, que podría llevar a la creación de mayores conflictos, ineficiencias e incrementos en los costos<sup>17</sup>, sin embargo ello no puede ser excusa para desconocer los derechos legítimos que tienen las demás partes intervinientes.

Paralelamente a la teoría de la agencia, se han desarrollado otros planteamientos como el denominado Modelo Cognitivo de Gobierno, el cual parte de la base de que los conflictos no siempre surgen a partir de la intención que tiene una de las partes de beneficiar sus propios intereses en detrimento de los otros. Por el contrario, explica que *“sobre la base de una misma información, directivos, administradores o accionistas pueden plantear propuestas incompatibles o incluso oponerse a la viabilidad de un proyecto porque tienen esquemas cognitivos diferentes”*<sup>18</sup>. En este sentido, las diferencias entre los puntos de vista, las ideas y las opiniones que surgen entre las partes pueden tener efectos positivos o negativos para la sociedad o cualquiera que encuentre su interés afectado con la decisión.

Este modelo, además de reconocer los conflictos que plantea la teoría de la agencia, sugiere que las empresas introduzcan medidas de gobierno que consideren las diferencias entre los pensamientos, y recomienda que la conformación de órganos como la junta directiva no dependa exclusivamente de criterios como el tamaño y la independencia, sino que se tengan en cuenta factores como la multiplicidad de saberes y las competencias de sus miembros en distintas áreas<sup>19</sup>.

---

<sup>17</sup> Ibíd. p. 105.

<sup>18</sup> Ibíd. p. 108.

<sup>19</sup> Ibíd. p. 109.

Por último, conviene mencionar el enfoque jurídico-financiero, que considera que la tradición legal de cada país es la que determina el nivel de protección que tienen los inversionistas. Esta teoría plantea que en países de influencia anglosajona, donde el modelo imperante es el Common Law, se cuenta con un marco jurídico con mayor protección de la propiedad y existen mejores incentivos para la inversión de capital en las empresas. Mientras en países de Europa Continental y Latinoamérica, el inversionista se siente desprotegido por la normatividad cambiante, lo que a su vez genera inseguridad jurídica y posibles contradicciones<sup>20</sup>.

Por lo anterior, el concepto de gobierno corporativo actual apunta a la creación de sistemas integrales y efectivos que garanticen el respeto por los derechos de propietarios, directivos y la comunidad en general.

## 1.2 CONCEPTO DE GOBIERNO CORPORATIVO

Sumado a los problemas evidenciados por las teorías de la agencia, las crisis corporativas de los últimos años de empresas como Enron y Parmalat<sup>21</sup> dieron lugar a incrementar el interés por fomentar mejores prácticas de gobierno corporativo y hoy, según lo señala Carmichael, *“el gobierno corporativo es considerado como uno de los principales desafíos que enfrentan los mercados de valores emergentes en la actualidad”*<sup>22</sup>. Dada su importancia y la acepción de que el tema no es unívoco, se considera necesario definir el concepto de gobierno corporativo y saber a qué se hace referencia cuando se habla de ello, más si se considera que los desarrollos acerca del tema en Colombia son relativamente recientes<sup>23</sup>.

---

<sup>20</sup> Ibíd. p. 102.

<sup>21</sup> Crisis que serán descritas en un capítulo posterior.

<sup>22</sup> DEL VALLE BORRÁEZ, Clemente y CARVAJAL CÓDOBA, Mauricio. Gobierno corporativo en Colombia: desarrollos y perspectivas. En: Claves del Gobierno Corporativo. Centro Nacional de Gobierno Corporativo. p. 68.

<sup>23</sup> Ibíd. p. 71. En Colombia el interés por emprender de manera sistemática el tema viene aproximadamente desde el año 2000 con fundamento, en especial, del programa desarrollado por

Para empezar, se puede decir que el concepto de gobierno corporativo es de origen doctrinario. Además, para el caso colombiano, el mismo es una traducción del anglicismo *corporate governance*<sup>24</sup>. El gobierno corporativo, entendido como la teoría moderna de la administración y el control empresarial, se encuentra en sinergia no solo con las ciencias jurídicas sino también con otras áreas del conocimiento y los problemas centrales y definitorios con los que se relaciona, se concreta en los niveles de eficiencia que se tiene en la toma de decisiones, la resolución de conflictos y la información transparente<sup>25</sup>. Algunos ejemplos de los conceptos que se han esgrimido para definir al gobierno corporativo son los siguientes:

Shleifer y Vishny, definen el gobierno corporativo correlacionando los medios que posibilitan que los suministradores de financiamiento aseguren una remuneración adecuada a sus inversiones; según esta concepción, los inversores tienen por obligación cerciorarse de que su capital no vaya a ser invertido de manera inadecuada. Por su parte, Gillan y Starks precisan que “*el gobierno corporativo es el sistema de leyes, normas y factores que controlan las maniobras en una organización*”<sup>26</sup>; más adelante, Gillan puntualiza, con independencia de la definición que se use, cuando se involucran mecanismos de gobierno corporativo en estas, se hace alusión a mecanismos internos (junta directiva, administración, estructura de capital) y externos (accionistas y tenedores de bonos) de las organizaciones. De otro lado, John y Senbet adoptan una concepción más amplia al concebir el gobierno corporativo como el conjunto de mecanismos a través de los cuales los grupos de interés de una corporación ejercen un control sobre la información y administración corporativa, buscando que sus intereses estén protegidos. En el mismo sentido, Tirole relaciona el gobierno corporativo con el diseño de

---

la Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio -CONFECÁMARAS- para generar confianza sobre la importancia del tema.

<sup>24</sup> DEL VALLE y CARVAJAL, Op. Cit., p. 71.

<sup>25</sup> VÉLEZ PACHÓN, Op. Cit., p. 370.

<sup>26</sup> LAGOS CORTÉS, Diógenes. Análisis de las prácticas de gobierno corporativo en la bolsa de valores de Colombia. En: AD-Minister, núm. 23, julio-diciembre 2013, p. 28.



instituciones que conducen a que la administración logre el bienestar de los grupos de interés; lo que hace que el impacto sea valorado desde todos los grupos de interés no solo desde los accionistas<sup>27</sup>.

Respecto del gobierno corporativo, varios organismos multilaterales juegan un papel importante en el impulso y el tratamiento del mismo, por lo que revisar sus definiciones resulta conveniente. Dentro de ellas, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)<sup>28</sup> contempla en el gobierno corporativo las relaciones entre el cuerpo directivo de la sociedad, el consejo de administración, los accionistas y demás partes interesadas y se encarga de proporcionar la estructura para que la empresa establezca sus objetivos y determine los medios para alcanzarlos y supervisar su cumplimiento. Para esta organización, un sistema de gobierno corporativo adecuado es aquel en el cual además de existir unas reglas y acuerdos respecto de los derechos de los accionistas, el tratamiento equitativo a los mismos, los derechos de los terceros interesados<sup>29</sup>, la revelación transparente de información, las obligaciones y responsabilidad de la junta directiva; existe una estructura que garantiza el real cumplimiento de esos derechos y obligaciones<sup>30</sup>.

Por su parte, el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF)<sup>31</sup> entiende por gobierno corporativo “*el conjunto de prácticas, sean estas formales o no, que rigen*

---

<sup>27</sup> *Ibíd.*

<sup>28</sup> Este organismo constituye una entidad internacional de cooperación, fue creado en 1961 y para el tema que se está tratando resulta muy importante porque en la actualidad los contenidos del gobierno corporativo se definen de manera universal con relación a los “Principios de la OCDE sobre gobierno corporativo”.

<sup>29</sup> Para ello utilizan el término *stakeholder* con el cual hacen referencia de manera general a todos los grupos de terceros que puedan resultar interesados en la gestión de los asuntos de una sociedad por los beneficios o perjuicios que puedan percibir del desarrollo de la misma y pueden corresponderse con la sociedad en general o con los accionistas, las autoridades públicas, los inversionistas, los trabajadores y los acreedores.

<sup>30</sup> DEL VALLE y CARVAJAL, Op. Cit., p. 72.

<sup>31</sup> Este organismo conserva las siglas de su nombre original: Corporación Andina de Fomento. Sin embargo, desde el año 2010 cambió su denominación a la de Banco de Desarrollo de América Latina porque entre sus miembros, actualmente, se encuentran países como España y Portugal.

*las relaciones entre los administradores y quienes invierten recursos en la empresa*<sup>32</sup>.

Por último, en el ámbito nacional, la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) define el gobierno corporativo como un sistema de órganos internos y normas por medio del cual se dirige y controla la gestión de una persona jurídica, ya sea de manera individual o dentro de un conjunto; para la SFC el gobierno corporativo provee un marco que define derechos y responsabilidades, dentro del cual interactúan los órganos de gobierno de una entidad (máximo órgano de dirección, los representantes legales y demás administradores, el revisor fiscal y los correspondientes órganos de control)<sup>33</sup>.

Como se ve, la definición del concepto de gobierno corporativo ha superado aquella visión que lo entendía como la simple división jerárquica de las obligaciones y los deberes dentro de una sociedad y ha avanzado hacia una noción mucho más amplia, pues ya, además del desempeño de la empresa, importan los efectos de la misma en la economía. Hoy no es un concepto netamente financiero, según el cual solo preocupa que la inversión retorne a manera de utilidades a los inversionistas, sino que el andamiaje de la empresa también resulta fundamental. Por esto se puede afirmar que *“el gobierno corporativo supera al conjunto de relaciones entre los participantes de la empresa y se encarga de garantizar un tratamiento justo y equitativo para cada uno de ellos. Se convierte así, en una piedra angular de la estructura empresarial hasta el punto de ser el eje promotor de incentivos que generen inversión para esta*<sup>34</sup>.

Con base a lo anterior, se puede decir que el gobierno corporativo es el sistema interno de una empresa, pública o privada, a través del cual, se concretan las

---

<sup>32</sup> LAGOS CORTÉS, Op. Cit., p. 28.

<sup>33</sup> LAGOS CORTÉS, Op. Cit., p. 28.

<sup>34</sup> VÉLEZ PACHÓN, Op. Cit., p. 374.

directrices que rigen su desempeño y, en especial, la manera en cómo se administran, controlan y ejercen las relaciones de poder. Un buen gobierno corporativo asegura a los accionistas, los acreedores y al mercado en general, la responsabilidad en el cumplimiento de las funciones del órgano directivo, una comunicación constante de información transparente, así como unas relaciones confiables. Lo anterior, hace a la empresa más competitiva y productiva al asegurar una captación de mejores recursos financieros y humanos, mejores condiciones de funcionamiento y un incremento en el consumo<sup>35</sup>.

### **1.3 ESCÁNDALOS FINANCIEROS DE LOS ÚLTIMOS AÑOS<sup>36</sup>**

Según se ha expresado, el concepto de gobierno corporativo no es nuevo, pero es solo hasta después de las crisis de grandes empresas que el tema se empieza a desarrollar con mayor profundidad. Por lo tanto, antes de dar a conocer los avances en la materia, se considera necesario hablar de algunas de las crisis que dieron lugar a ello:

#### **1.3.1 Enron Corporation**

No hay duda de que el colapso financiero protagonizado por Enron Corporation ha sido uno de los casos más emblemáticos de todos los tiempos, el cual se ha convertido en un asunto de estudio obligado, no solo por la magnitud de las pérdidas económicas sino por las conductas temerarias de sus directivos. Antes de hablar sobre la quiebra de Enron, es necesario mencionar algunos antecedentes que dan cuenta del crecimiento de esta Compañía que llegó a ser una de las empresas líderes y modelo de excelencia en el mercado Norteamericano.

---

<sup>35</sup> Ibíd. p. 387.

<sup>36</sup> En esta parte se hará referencia a los casos más mediáticos que tuvieron una influencia directa en la regulación actual del gobierno corporativo.

Enron surge en el año de 1985 como resultado de la fusión de las empresas Houston Natural Gas Company e Internorth Inc, dedicadas al suministro de gas natural. Esta era la actividad principal de la Compañía y la que le representaba los mayores ingresos. Sin embargo, impulsada por el deseo de abrir mercados, Enron decidió incursionar en otras actividades relacionadas con el asesoramiento en temas energéticos, servicios de banda ancha, así como en la generación y suministro de electricidad. Para ello estructuró tres divisiones estratégicas: Enron Wholesale Services, Enron Energy Services y Enron Global Services<sup>37</sup>.

Mediante su estrategia empresarial, la Compañía logró su valor máximo por acción de 90,56 dólares. Su modelo de gobierno fomentaba la participación de los trabajadores de la Entidad en todas sus actividades, ofreciendo grandes bonificaciones según los resultados obtenidos, además de beneficios en materia de pensiones y salud<sup>38</sup>. En ese momento, la intermediación en el mercado de la energía suponía para la empresa más de cien mil millones de dólares, el 90% de sus ingresos, y la colocaban en el puesto número siete de la clasificación de las mayores empresas por volumen de facturación, según la revista Fortune<sup>39</sup>.

Gracias a su agresiva política expansiva, que le permitió tener presencia en más de 40 países, e incursionar en mercados diferentes al de la energía eléctrica y el gas natural, Enron fue calificada como una empresa innovadora, caracterizada por su manera audaz y eficiente de hacer los negocios. Estas calidades, que se veían reflejadas en sus informes financieros, la mostraban como una compañía sólida, con alto flujo de efectivo y bajos niveles de endeudamiento. Al mismo tiempo que sus directivos se consideraban como grandes empresarios y disfrutaban de los

---

<sup>37</sup> Caso Enron. Disponible en: <http://eco.unex.es/jltato/ARCHIVOS/CASOS/CASO%20ENRON.pdf>. Recuperado el 3 de marzo de 2015

<sup>38</sup> *Ibíd.*

<sup>39</sup> Caso Enron. Sept. 11 de 2012. Disponible en: <http://casoenronetica.blogspot.com/2012/09/caso-enron.html>. Recuperado el 3 de marzo de 2015

beneficios que les daba la empresa, como oficinas ostentosas y toda una flotilla de aviones a su disposición.

Lo que Enron ocultaba era que las cosas no iban tan bien: en realidad muchos de los negocios que habían emprendido estaban generando enormes pérdidas, y gran parte de su plan de expansión, había requerido de cuantiosos créditos que no estaba en condiciones de pagar, sin embargo había decidido armar toda una estructura societaria, con el fin de hacer pasar sus pasivos como activos y poder mantenerse a flote.

Así, en el año 2001, Enron crea varias empresas como lo son Chewco Investments y JEDI, que no eran consolidadas en sus estados financieros, con el propósito de que sus directivos pudieran traspasar deudas fuera de los libros contables de la Compañía, creando un velo sobre los resultados reales y pérdidas de la Entidad<sup>40</sup>.

A pesar de los esfuerzos de los directivos de Enron por darle continuidad a la Compañía pese a sus malos resultados, la situación financiera se volvió insostenible, y ni siquiera con sus informes preparados podía esconderse la crisis que enfrentaba. Los acreedores se volvieron más exigentes, Standard and Poors y Moody's disminuyeron su calificación y el valor de la acción comenzaba a bajar rápidamente, como se observa en la siguiente gráfica:

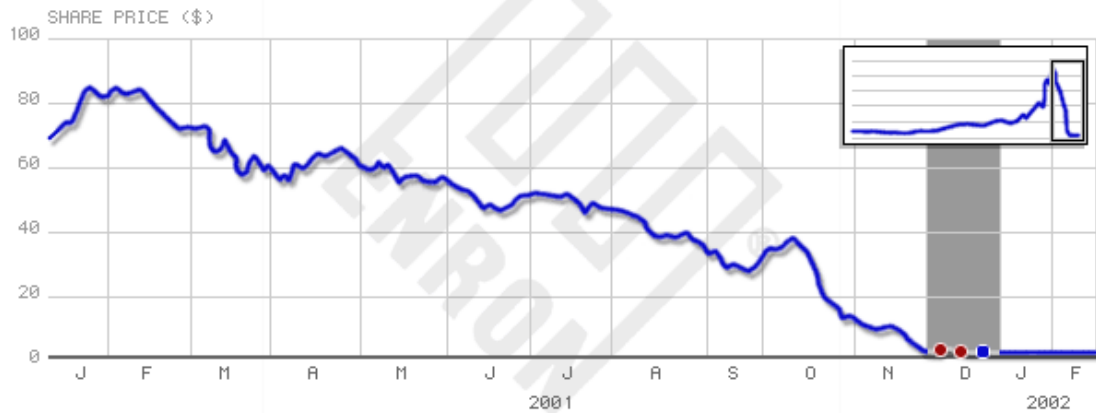
---

<sup>40</sup> Ibíd.

Figura 1. Disminución del valor de la acción de ENRON

## December 2001: Bankrupt

Kenneth Lay's empire falls, leaving investors and employees stranded



Fuente: <http://news.bbc.co.uk/>. ENRON: Timeline.

En los meses de octubre y noviembre, cuando se destapa la realidad contable se genera la mayor crisis de Enron, reportando sus primeras pérdidas de casi \$1.000 millones de dólares. Esto ocurre como consecuencia de los confusos y arriesgados negocios, la creación de sociedades para fines malintencionados y la manipulación del precio de las acciones con el fin de ajustar el balance contable de la empresa. Por dicho desplome y otras irregularidades, la SEC <sup>41</sup> inició una profunda investigación sobre la empresa. Por su parte, la acción disminuyó en un 68%, Enron se declaró en suspensión de pagos, y despidió a casi más de 4.000 empleados. Dicha investigación duro hasta el año 2002, exponiendo las inapropiadas e ilegales prácticas de Enron y la prestigiosa firma de auditoría<sup>42</sup> Arthur Andersen, tales como, “...destrucción de documentos, manipulación contable, beneficios inflados,

<sup>41</sup> La Securities and Exchange Commission (SEC) es el órgano encargado del control y la supervisión del mercado de valores en Estados Unidos.

<sup>42</sup> En Colombia, las firmas de auditoría equivalen a las empresas que prestan servicios de Revisoría Fiscal.

*ocultación de información y pagos de cantidades muy elevadas de dineros a los ejecutivos a través de una compleja red de sociedades”<sup>43</sup>.*

Finalmente, el 2 de diciembre de 2001, la Compañía se reporta en quiebra y a sus directivos se les inician investigaciones donde posteriormente fueron condenados por fraude y malversación de fondos<sup>44</sup>. En definitiva, un hecho sin precedentes, que deja ver la falta de transparencia, control y ética empresarial de las grandes organizaciones.

### **1.3.2 Worldcom**

Solo meses después del escándalo de Enron, el gigante de las telecomunicaciones, Worldcom, también se declara en bancarrota tras descubrirse una serie de maniobras contables fraudulentas adelantadas por sus directivos, con el beneplácito de la firma auditora Arthur Andersen, que como se indicó anteriormente, también había estado involucrada en el caso Enron.

Esta Sociedad, que llegó a estar valorada en \$180.000 millones de dólares, reveló que había estado manipulando sus estados financieros con el fin ocultar los malos resultados obtenidos y así mantener estable el precio de la acción. Las investigaciones adelantadas por la SEC, establecieron que su director Bernard Ebbers había sido el cerebro de las operaciones ilícitas, por lo que luego fue condenado a 25 años de prisión<sup>45</sup>.

---

<sup>43</sup> MUÑOZ CASTELLANOS, Rosa y NEVADO PEÑA, Domingo. El desarrollo de las organizaciones del siglo XXI. Madrid: Especial Directivos, 2007, p. 196.

<sup>44</sup> Caso Enron. Disponible en: <http://eco.unex.es/jltato/ARCHIVOS/CASOS/CASO%20ENRON.pdf>. Recuperado el 3 de marzo de 2015

<sup>45</sup> POZZI, Sandro. Ebbers ingresa en prisión por el fraude de WorldCom. Diario El País. 27 septiembre de 2006. Disponible en: [http://elpais.com/diario/2006/09/27/economia/1159308028\\_850215.html](http://elpais.com/diario/2006/09/27/economia/1159308028_850215.html). Recuperado el 3 de marzo de 2015

A pesar de la bancarrota, esta entidad continuó prestando sus servicios para posteriormente ser adquirida por Verizon; no obstante, se ocasionaron millonarias pérdidas a sus accionistas y el despido de aproximadamente 12.000 empleados<sup>46</sup>.

### **1.3.3 Parmalat**

Esta compañía italiana especializada en la producción y distribución de productos lácteos, con presencia en Australia, América, Europa y Sudáfrica, fue fundada por el señor Calixto Tanzi a la edad de 22 años, teniendo como sede principal la ciudad de Parma, Italia. Dicha empresa tuvo uno de los escándalos financieros más grandes de la historia, generado por la mala estrategia económica y empresarial de sus directores financieros, y en especial por las actuaciones de su fundador<sup>47</sup>.

En el año 2002, la empresa contaba con más de 36.000 empleados distribuidos a lo largo de 18 países, generando ingresos por más de \$76.000 millones de euros. Desde su sede principal en Italia, se dirigía y controlaba la estructura administrativa y contable de toda la organización, regulada por directrices internas y amparada por un sistema económico donde se debían declarar los ingresos y las pérdidas, pero no se debían dar detalles sobre el estado de liquidez. El escándalo financiero explotó ese mismo año en el mes de noviembre, cuando el gerente Fausto Tonna por orden de Calixto Tanzi, emitió bonos por más de 500 millones de euros, mediante falsificaciones de documentación bancaria, con el propósito de inflar las cifras y reducir las pérdidas de toda la Compañía, acción que venían realizando por más de 15 años, como se demostró en investigaciones posteriores<sup>48</sup>.

---

<sup>46</sup> Fraude WorldCom. 30 de junio de 2010. Disponible en: <http://fraudeworldcom.blogspot.com/>. Recuperado el 3 de marzo de 2015

<sup>47</sup> ALDANA, Mivia. Historia de Parmalat. Disponible en: <http://es.scribd.com/doc/209920901/Historia-de-Parmalat#scribd>. Recuperado el 3 de marzo de 2015

<sup>48</sup> Fraudes Financieros. El caso de Parmalat. 22 de julio de 2012. Disponible en: <http://elfraudefinanciero.blogspot.com/2012/07/el-caso-de-parmalat.html>. Recuperado el 3 de marzo de 2015



La situación empeoró aún más debido a que la compañía Deloitte & Touche, que prestaba servicios de auditoría para Parmalat, decidió no aprobar los balances presentados por la Compañía ya que encontró serias inconsistencias y desconfiaba sobre la veracidad de la información contable<sup>49</sup>.

Finalmente, los resultados de las investigaciones arrojaron que los directivos de esta Compañía, desde el año 1998, habían logrado incluir en sus balances 14.000 millones de euros de activos inexistentes, mediante el control ilegal de la correspondencia de los auditores y la falsificación de documentos<sup>50</sup>.

Este caso generó gran desconfianza con las empresas italianas y la manera tan poco rigurosa de vigilar a las compañías que tienen alto flujo de dinero y movimiento internacional. Así mismo, se ocasionaron cuantiosas pérdidas a los principales proveedores, y grandes perjuicios a los trabajadores que despidieron para poder asumir los costos legales de la investigación.

#### **1.3.4 Lehman Brothers y American International Group. Inc.**

Posterior a los colapsos financieros protagonizados por Enron, Worldcom, y que llevaron a la desaparición de Arthur Andersen, entre otros, en el año 2007 Estados Unidos atraviesa una nueva crisis económica, que esta vez tiene su origen en las hipotecas de alto riesgo, conocidas como créditos subprime <sup>51</sup>, afectando gravemente a la actividad aseguradora, la banca comercial, y los servicios financieros en general.

Situaciones como la burbuja inmobiliaria que se había generado a principios de esta década por el exceso de liquidez en el mercado; las bajas tasas de intereses, que

---

<sup>49</sup> Ibíd.

<sup>50</sup> Ibíd.

<sup>51</sup> Un crédito subprime es una modalidad crediticia del mercado financiero de Estados Unidos que se caracteriza por tener un nivel de riesgo de incumplimiento superior a la media del resto de créditos.

motivaron el otorgamiento de créditos a usuarios potencialmente riesgosos; y el aumento de las tasas realizado por la Reserva Federal en el año 2007, llevaron a que las familias que habían adquirido activos inmobiliarios más allá de sus capacidades de pago, comenzaran a retrasarse con las cancelaciones, llegando al punto de que perdían sus casas por el incumplimiento del abono de la deuda. Al no pagar las cuotas, los bonos que habían surgido de procesos de titularización y que estaban respaldados por las hipotecas de alto riesgo, comenzaron a perder el valor, generando como consecuencia que aquellos que adquirieron estos títulos perdieran instantáneamente un gran porcentaje o su totalidad de su inversión.

Una de las entidades más afectadas por esta crisis fue Lehman Brothers, sociedad fundada por los hermanos Henry y Emanuel Lehman en 1850, que desde 1970, luego de la adquisición de la entidad financiera Abraham & Co, y de su fusión con Kuhn, Loeb & Co, se había convertido en el cuarto banco de inversión más grande de Estados Unidos<sup>52</sup>.

A pesar de su trayectoria y gran capacidad financiera, esta compañía no pudo superar las pérdidas que había sufrido a causa de las inversiones realizadas en los títulos respaldados por las hipotecas, y tuvo que declararse en bancarrota el 15 de septiembre de 2008, poniendo fin a 151 años de servicios bancarios en Norteamérica<sup>53</sup>.

Por otro lado, el líder mundial de seguros American International Group. Inc (AIG) también se encontraba en una situación similar, ya que había entrado al mercado de las hipotecas: (1) ofreciendo seguros que cubrían el no pago de los títulos que estaban avalados por las hipotecas; y (2) ella misma invertía en estos títulos, que

---

<sup>52</sup> History of Lehman Brothers. Disponible en: <http://www.library.hbs.edu/hc/lehman/history.html>. Recuperado el 3 de marzo de 2015

<sup>53</sup> Lehman Brothers. El Blog Salmon. Disponible en: <http://www.elblogsalmon.com/gestiones/empresas/lehman-brothers>. Recuperado el 3 de marzo de 2015

ya eran considerados “*basura*”. Dada la situación tan crítica en que se encontraba la aseguradora y para evitar su quiebra, el 17 de septiembre de 2008, la Reserva Federal de los Estados Unidos adquirió el 79.9% mediante el desembolso de \$85.000 millones de dólares, con el propósito de impedir que su derrumbe tuviera mayores repercusiones en todo el sistema financiero mundial<sup>54</sup>.

### **1.3.5 Interbolsa S.A.**

La intervención y posterior liquidación de la sociedad comisionista Interbolsa, definitivamente es uno de los eventos más relevantes e infortunados que han acontecido en los últimos años en el mercado bursátil colombiano. Este caso está lleno de incógnitas, cuyas respuestas se van conociendo a medida que avanzan los procesos en contra de quienes protagonizaron los escándalos: altos ejecutivos que antepusieron sus intereses personales y su ego por encima del interés común y legítimo de miles de inversionistas, quienes confiaron sus recursos en manos de la comisionista de bolsa que alguna vez fue la más reconocida y confiable del país. Dada la relevancia a nivel nacional de esta crisis y la importancia, que como se explicará más adelante, tienen los Lineamientos de la CAF y los Principios de la OCDE<sup>55</sup> en el sistema normativo interno, lo que se hará a continuación es analizar este caso y plantear, de manera general, las normas que fueron vulneradas.

Interbolsa fue constituida en Medellín en 1990 por el señor Rodrigo Jaramillo, donde posteriormente el señor Juan Carlos Ortiz, un polémico y muy talentoso comisionista bogotano que había sido expulsado en 1997 de la Bolsa de Valores de Bogotá por prácticas consideradas poco transparentes<sup>56</sup>, compra el 50% de la sociedad, con el

---

<sup>54</sup> Auge y caída de AIG, la mayor aseguradora del mundo. Disponible en: <http://www.expansion.com/2013/02/19/directivos/1361299246.html>. Recuperado el 3 de marzo de 2015

<sup>55</sup> En capítulo posterior se desarrollará el contenido de los Lineamientos de la CAF y los Principios de la OCDE.

<sup>56</sup> La verdad sobre la comisionista Interbolsa. Nov. 3 de 2012. Disponible en: <http://www.semana.com/nacion/articulo/la-verdad-sobre-comisionista-interbolsa/267355-3>. Recuperado el 3 de abril de 2015

objetivo de iniciar un proceso agresivo de expansión, mediante la realización de operaciones de compra y venta de valores utilizando recursos de la compañía, práctica que hasta ese momento no había sido regulada.

En el año 2007, Interbolsa adquiere uno de sus grandes competidores, Inversionistas de Colombia S.A., convirtiéndose en uno de los principales actores del mercado de servicios financieros, y consolidándose como un importante conglomerado con grandes inversiones, que se caracterizaba en el medio por sus operaciones arriesgadas pero bastante lucrativas. La crisis de Interbolsa estalla en el año 2012, cuando esta incumplió con el pago de una obligación con el BBVA por \$20.000 millones de pesos, demostrando un alto grado de iliquidez y obligando a la Superintendencia Financiera a tomar control inmediato de la entidad. Todo se debía a las operaciones riesgosas que la compañía había venido realizando de tiempo atrás<sup>57</sup>.

Interbolsa venía celebrando operaciones repo<sup>58</sup> con acciones de Fabricato<sup>59</sup>, que tenían por objeto inflar el valor de la acción y aumentar su bursatilidad. Para ello, Interbolsa asumió riesgos que no podía afrontar e hizo caso omiso a las advertencias de algunos de sus mismos empleados, quienes eran conscientes de la inviabilidad de la operación. A causa de estas operaciones, Fabricato llegó a valer \$820 mil millones de pesos, y su acción llegó a alcanzar un precio de \$90 pesos<sup>60</sup>.

---

<sup>57</sup> Ibíd.

<sup>58</sup> El artículo 1 del Decreto 4432 de 2006 define las operaciones de reporto o repo así: *"Las operaciones de reporto o repo son aquellas en las que una parte (el "Enajenante"), transfiere la propiedad a la otra (el "Adquirente") sobre valores a cambio del pago de una suma de dinero (el "Monto Inicial") y en las que el Adquirente al mismo tiempo se compromete a transferir al Enajenante valores de la misma especie y características a cambio del pago de una suma de dinero ("Monto Final") en la misma fecha o en una fecha posterior previamente acordada".*

<sup>59</sup> Esta empresa fue fundada en 1920 por Carlos Mejía, Antonio Navarro y Alberto Echavarría y se dedica a la producción y comercialización de textiles, que cumplen con los altos estándares de calidad exigidos a nivel internacional.

<sup>60</sup> GAVIRIA MUÑOZ, Simón. Interbolsa, la jugada que no tuvo final feliz. Nov. 13-2012. Disponible en: [http://www.larepublica.co/sites/default/files/larepublica/INTERBOLSA%20escritorio\\_0.pdf](http://www.larepublica.co/sites/default/files/larepublica/INTERBOLSA%20escritorio_0.pdf). Recuperado el 3 de abril de 2015

No obstante, el mercado desconfiaba de su valor real por lo que su valor comenzó a declinar.

Así mismo, Interbolsa para poder pagar un crédito que mantenía con Bancolombia por \$70.000 millones, utilizó como intermediario a la Clínica Candelaria para transferir dinero a su favor, incurriendo en operaciones irregulares, como el otorgamiento de créditos entre filiales financieras y la sociedad matriz<sup>61</sup>. Las investigaciones, que a la fecha todavía continúan, han arrojado que esta Compañía realizó numerosas actividades ilegales, como lo son la manipulación bursátil, el no registro de operaciones de contabilidad, la utilización indebida de fondos captados del público, la realización de operaciones no autorizadas con accionistas, la manipulación fraudulenta de especies inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, entre otras<sup>62</sup>.

Por la magnitud de las operaciones que adelantaba, la crisis de Interbolsa afectó considerablemente la situación financiera de algunos inversionistas y se temía un desplome del sistema financiero. La crisis pudo ser controlada gracias a la actuación efectiva de entidades como la Superintendencia Financiera, Fogafín y el Banco de la República, quienes desplegaron todas las acciones necesarias para evitar un colapso general.

Con base en los hechos anteriormente narrados, se mencionarán algunos Principios de la OCDE y Lineamientos de la CAF que se consideran fueron violados en el caso Interbolsa:

---

<sup>61</sup> Interbolsa, razones de la quiebra. 16 agosto de 2013. Disponible en: <http://www.dinero.com/inversionistas/caso-interbolsa/articulo/interbolsa-razones-quiebra/181954>  
Recuperado el 3 de abril de 2015

<sup>62</sup> TAUTIVA RODRIGUEZ, Cristian Camilo. Una aproximación al caso Interbolsa. Universidad del Rosario. Disponible en: <http://repository.urosario.edu.co/bitstream/handle/10336/4826/1032384570-2013.pdf?sequence=6>

- Divulgación de datos y transparencia: La OCDE ha indicado que *“un régimen divulgativo fuerte, que promueva una transparencia real, es una característica fundamental en el ámbito de la monitorización de sociedades basada en el mercado, y esencial para la capacidad de los accionistas para ejercitar sus derechos de propiedad de forma documentada”*<sup>63</sup>. En el presente caso, la transparencia claramente no fue una de las virtudes de la Comisionista y demás sociedades vinculadas, ya que no solo se ocultó información relevante al mercado sino que se le engañó con comunicados malintencionados que ocultaban la realidad financiera de la Compañía y pretendían esconder la grave situación de iliquidez por la que pasaba. Situación que solo salió a la luz cuando no pudo cancelar la obligación por \$20.000 millones que había adquirido con el banco BBVA.

Las operaciones realizadas entre compañías vinculadas también era información que debía ser divulgada al mercado, pero dada la naturaleza ilegal y riesgosa de los negocios que realizaban, no fueron transmitidas. Los inversionistas de productos y servicios financieros ofrecidos por la comisionista, y los accionistas de su compañía matriz, de haber contado con información real acerca de la situación de esta sociedad, seguramente habrían tomado decisiones diferentes y mejor calculadas, que en últimas se hubiesen visto reflejadas en beneficios económicos para estos.

- Las Responsabilidades del Consejo: Los miembros de la Junta Directiva de InterBolsa debieron actuar y haber tomado sus decisiones con base en información completa, clara y verídica acerca de las actividades de la alta gerencia. Sus actuaciones debieron caracterizarse por un alto grado de diligencia y atención, dando primacía a los intereses de la sociedad y de los accionistas. Sin embargo, los Directores no cumplieron con este mandato. Por

---

<sup>63</sup> OCDE. Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE. 2004.

el contrario, fallaron en sus funciones de dirección, supervisión y control de la estrategia de la empresa, sus planes de actuación, la política de riesgos y demás actividades adelantadas por la administración.

A pesar del nivel de ética y de profesionalismo que se les debe exigir a quienes ocupan este tipo de cargos, los miembros de la junta aprobaron decisiones que ponían en riesgo la estabilidad de la Compañía y que podían generar consecuencias gravosas para los grupos de interés. En especial, los comités de auditoría, de riesgos y de ética fracasaron en el ejercicio de sus funciones pues se limitaron a aceptar la información suministrada por las directivas, sin indagar por la situación real de la sociedad, con la suficiente previsión y anterioridad que hubiera permitido un rumbo diferente.

Lo anterior quedó en evidencia cuando se dio a conocer el acta de reunión de Junta Directiva celebrada en julio de 2012, que fue aprobada por todos los miembros, y donde aseguraban estar al tanto de la alta exposición que tenía la Compañía en este tipo de operaciones. Además afirmaron que sabían de los rumores que corrían en el mercado sobre el posible incumplimiento en las garantías de los repos de Fabricato<sup>64</sup>. A pesar de conocer los riesgos a que estaba expuesta la sociedad, no tomaron medidas suficientes para realizar una evaluación profunda de la situación y se confiaron de las explicaciones básicas y confiadas de la alta gerencia.

- La gestión de riesgos: El Banco de Desarrollo de América Latina (CAF, siglas de su nombre original) ha dispuesto que la administración de riesgos “implica la definición de políticas que permitan la ejecución de procesos de identificación,

---

<sup>64</sup> Junta Directiva de Interbolsa sabía riesgos de las operaciones con repos de Fabricato, de acuerdo con acta. 21 noviembre de 2012. Disponible en: [http://www.elcolombiano.com/BancoConocimiento/J/junta\\_directiva\\_de\\_interbolsa\\_sabia\\_riesgos\\_de\\_las\\_operaciones\\_con\\_repos\\_de\\_fabricato/junta\\_directiva\\_de\\_interbolsa\\_sabia\\_riesgos\\_de\\_las\\_operaciones\\_con\\_repos\\_de\\_fabricato.asp](http://www.elcolombiano.com/BancoConocimiento/J/junta_directiva_de_interbolsa_sabia_riesgos_de_las_operaciones_con_repos_de_fabricato/junta_directiva_de_interbolsa_sabia_riesgos_de_las_operaciones_con_repos_de_fabricato.asp). Recuperado el 3 de abril de 2015

evaluación, administración, monitoreo y reporte de riesgos”<sup>65</sup>. Esto con el fin de fijar límites máximos de exposición y tomar acciones de corrección y seguimiento en caso de desviaciones <sup>66</sup>. Estas actividades deben ser adelantadas por expertos, quienes usualmente dependen de la alta gerencia y deben estar en capacidad de influir en las decisiones de más alto nivel que se tomen en las compañías.

En el caso de InterBolsa, aunque tenían un equipo conformado por profesionales bastante capacitados, fallaron al momento de sentar una posición firme y conservadora frente a las operaciones realizadas. Prefirieron apoyar la estrategia de inversión altamente riesgosa pues tenían vínculos estrechos con quienes realizaban tales actividades. En palabras del expresidente de la Compañía, Rodrigo Jaramillo “el riesgo excesivo en que incurrió Interbolsa con los repos o préstamos a Corridori fue lo que llevó a la comisionista a la quiebra”<sup>67</sup>.

#### **1.4 REGULACIÓN INTERNACIONAL**

Como consecuencia de las crisis que se describieron anteriormente y de otras a las cuales no se ha hecho referencia, se despertó el interés de gobiernos y corporaciones por los asuntos de gobierno corporativo quienes con el ánimo de evitar que estas se vuelvan a presentar han desarrollado, a nivel mundial, importantes normas; estas serán descritas a continuación:

---

<sup>65</sup> Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo.

<sup>66</sup> *Ibíd*

<sup>67</sup> Jefe de riesgo de Interbolsa recibió \$100 millones de Alessandro Corridori. 7 abril de 2013. Disponible en: <http://www.elspectador.com/noticias/judicial/jefe-de-riesgo-de-interbolsa-recibio-100-millones-de-al-articulo-414579>. Recuperado el 3 de abril de 2015



### **1.4.1 Informe Cadbury<sup>68</sup>**

Paralelamente a las teorías de la agencia expuestas con anterioridad que influyen en gran medida en la concepción actual del gobierno corporativo, en las últimas décadas, fenómenos como la globalización, las crisis de los mercados financieros y el rápido crecimiento económico mundial, han llevado a que este concepto adquiriera mayor importancia, creándose la necesidad de expedir informes, guías, códigos y recomendaciones que analicen profundamente y regulen las relaciones que surgen entre los directivos, accionistas y demás grupos de intereses que directa o indirectamente resultan impactados por las acciones de una compañía. Estos informes buscan profundizar en los problemas de desigualdad de información, riesgo moral y falta de transparencia, así mismo estudian el papel fundamental de las juntas directivas y los órganos de control, y establecen buenas prácticas de gobierno como una solución a estas problemáticas.

El debate sobre el gobierno de las sociedades ha sido extenso y son numerosos los informes que se han elaborado al respecto. Entre 1978 y 1998, se identifican los siguientes:

---

<sup>68</sup> El texto completo del informe Cadbury está disponible en:  
<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>

**Figura 2. Evolución internacional de los principales informes y códigos sobre el gobierno societario (1978-1998)**

**Evolución internacional de los principales informes y códigos sobre el gobierno societario (1978-1998)**

Fuente: Bueno Campos (1998a:113)

Periodo de iniciación: 1978-1989	Periodo constituyente: 1990-1994
<ul style="list-style-type: none"> <li>. Informe FCPA (USA-77)</li> <li>. Informe FSL (USA-78)</li> <li>. Informe SEC (USA-80)</li> <li>. Informe NYSE (USA-88)</li> <li>. Informe MCDONALD (CANADÁ-88)</li> <li>. Informe TREADWAY (USA-89)</li> <li>. Informe BOLSA HONG KONG (1989)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Informe IAIM (IRLANDA-91)</li> <li>. Informe ALI (USA-92)</li> <li>. Informe CADBURY (REINO UNIDO-92)</li> <li>. Informe CADBURY (REINO UNIDO-94)</li> <li>. Informe DEY (CANADÁ-94)</li> <li>. Informe KING (SUDÁFRICA-94)</li> </ul>
Periodo de desarrollo: 1995-1996	Periodo actual o de madurez: 1997-1998
<ul style="list-style-type: none"> <li>. Informe BOSH (AUSTRALIA-95)</li> <li>. Informe AIMA (AUSTRALIA-95)</li> <li>. Informe VIËNOT (FRANCIA-95)</li> <li>. Informe LEVY-LANG (FRANCIA-95)</li> <li>. Informe GREENBURY (REINO UNIDO-95)</li> <li>. Informe ERNST &amp; YOUNG (REINO UNIDO-95)</li> <li>. Informe CÍRCULO DE EMPRESARIOS (ESPAÑA-96)</li> <li>. Informe KIRBY (CANADÁ-96)</li> <li>. Informe PIAC (CANADÁ-96)</li> <li>. Informe TIAA-CREF (USA-96)</li> <li>. Informe NACD (USA-96)</li> <li>. Informe MARINI (FRANCIA-96)</li> <li>. Informe ASE (HOLANDA-96)</li> <li>. Estudio EGON ZEHNDER (REINO UNIDO-96)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Informe PETERS (HOLANDA-97)</li> <li>. Informe KEIDANREN (JAPÓN-97)</li> <li>. Informe INTERIM (JAPÓN-97)</li> <li>. Informe DE KIRGUIZISTÁN (1997)</li> <li>. Informe CONFEDERACIÓN INDUSTRIAL (INDIA-97)</li> <li>. Informe DE BRASIL (1997)</li> <li>. Informe OCDE (1998)</li> <li>. Informe HAMPEL (REINO UNIDO-98)</li> <li>. Informe OLIVENCIA (ESPAÑA-98)</li> <li>. Informe FBC (BÉLGICA-98)</li> <li>. Informe CALPERS (USA-98)</li> <li>. Informe CORDÓN (BÉLGICA-98)</li> </ul>

Fuente: GARCÍA SOTO, María Gracia. El gobierno corporativo y la estrategia de diversificación: fundamentos teóricos.

Uno de los informes más relevantes y que ha tenido gran influencia en el desarrollo del gobierno corporativo a nivel mundial es el informe Cadbury, cuyo objetivo era “ofrecer una visión común de las medidas que hay que tomar en el ámbito de la información financiera y la contabilidad”<sup>69</sup>. Este informe fue desarrollado en el Reino Unido en 1991, a través del *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, liderado por Sir Adrian Cadbury y conformado por el Consejo de Información Financiera, la Bolsa de Londres y representantes de distintas organizaciones profesionales<sup>70</sup>.

<sup>69</sup> ESTEBAN GONZÁLEZ, Elsa. Análisis ético del informe Cadbury: aspectos financieros del gobierno de las sociedades. *En*: Papeles de Ética, Economía y Dirección, nº 5, 2000. p. 1.

<sup>70</sup> *Ibíd.*

Factores como la pérdida de confianza entre los inversionistas causada por los colapsos financieros de empresas como Coloroll Group, Polly Peck, Maxwell Communications, Brent Walker, Barlow Clowes y Barings<sup>71</sup>, donde el fraude y la manipulación de los reportes financieros fueron elementos clave y los perjuicios no solo se causaron a los accionistas, sino también a los empleados, proveedores y pensionados; sumado a la debilidad que caracterizaba la normatividad contable vigente; y las presiones ejercidas sobre las sociedades y los auditores, exigían la intervención de una autoridad que pudiera restablecer el control y plantear las soluciones necesarias para salir de la crisis.

El informe Cadbury responde a este llamado, abordando temas tan relevantes como la organización de las sociedades, la responsabilidad de los administradores, los derechos y deberes de los accionistas, y la regulación de las auditorías y la contabilidad en las empresas.

Con relación a la estructura y responsabilidades de la junta directiva, el informe establece sus recomendaciones a través de un código de buenas prácticas, diseñado para alcanzar los altos estándares que requiere la conducta corporativa. En especial, cabe resaltar las siguientes:

- Con el fin de evitar la concentración del poder en una sola persona, se establece que el presidente de la compañía no puede ser a su vez el presidente de la junta directiva.

---

<sup>71</sup> DAVIES, Adrian. A Strategic Approach to Corporate Governance. England: Gower Publishing Limited, 1999, p. 35. Disponible en: [http://books.google.com.co/books?id=MbLuqDKcFCQC&printsec=frontcover&hl=es&source=gbg\\_e\\_summary\\_r&cad=0#v=onepage&q&f=false](http://books.google.com.co/books?id=MbLuqDKcFCQC&printsec=frontcover&hl=es&source=gbg_e_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false)

- Resalta el papel fundamental que debe cumplir la junta directiva y se indica que deberá contar como mínimo con tres directores no ejecutivos, dos de los cuales deberán ser independientes.
- En línea con la práctica establecida para las compañías listadas en la bolsa de Nueva York desde 1978, se establece que la junta directiva debe contar con un comité de auditoría, el cual deberá estar compuesto como mínimo por tres miembros no ejecutivos.

Las recomendaciones que se imparten a lo largo del reporte están dirigidas principalmente a todas las empresas listadas, que si bien no están obligadas a implementarlas, en el evento en que decidan no hacerlo deben indicar al mercado las razones de su omisión. No obstante, se hace un llamado a las compañías cerradas para que también acojan estas sugerencias como buenas prácticas de gobierno.

El informe Cadbury marca el inicio del gobierno corporativo a nivel mundial, toda vez que ha servido de referencia para que diversos países y organizaciones internacionales creen sus propias herramientas en pro de la inversión, el buen gobierno y la transparencia en las sociedades, así mismo, fomenta el surgimiento de nuevos temas de discusión relacionados con esta materia, como la implementación de nuevos mecanismos de compensación para los ejecutivos y la conformación y distribución de roles en la junta directiva.

#### **1.4.2 Sarbanes-Oxley Act.**

Durante el año 2002, los escándalos financieros que protagonizaron diferentes compañías en Estados Unidos, dejaron en evidencia que todos los sistemas de control que estaban dispuestos para evitar este tipo de crisis habían fallado. Esta situación que dejó miles de millones de dólares en pérdidas, afectando a un gran

número de personas, encendió todas las alarmas en el gobierno estadounidense y, de repente, todo el mundo estaba interesado en el tema del gobierno corporativo<sup>72</sup>.

En efecto, la Ley Sarbanes-Oxley fue rápidamente aprobada por el congreso norteamericano y la Securities and Exchange Commission (SEC) tuvo su periodo de trabajo más activo en 70 años, desarrollando las regulaciones necesarias para la implementación la Ley<sup>73</sup>. Al mismo tiempo, la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) y NASDAQ propusieron nuevos requisitos que las compañías debían cumplir si querían ser listadas. Asimismo, las calificadores de riesgo como Standard and Poors y Moody's, que claramente habían fallado en detectar la situación crítica que atravesaban estas compañías, anunciaron que iban a tener en cuenta en sus posteriores análisis los aspectos relacionados con esta materia<sup>74</sup>.

En esencia, SOX busca devolver la confianza en el mercado de valores, mejorando su sistema de reporte financiero, estableciendo restricciones para los órganos directivos y fortaleciendo el papel de la auditoría.

Los impactos de esta ley trascienden el territorio estadounidense, ya que la misma se aplica a todos los emisores nacionales y extranjeros listados en este país. Además, las disposiciones relativas a la independencia de las firmas de auditoría se aplican, incluso a empresas extranjeras que auditan a emisores extranjeros con valores inscritos en Estados Unidos. La aplicación de la ley Sarbanes-Oxley a los emisores extranjeros produjo fuertes reacciones por parte de sus ejecutivos y las entidades de regulación, debido a los conflictos que pueden presentarse entre los regímenes legales aplicables a cada entidad y esta Ley. Desde su promulgación, se

---

<sup>72</sup> MONKS, Robert y MINOW, Newll. Corporate Governance. 2009.

<sup>73</sup> La U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) es una agencia adscrita al gobierno de los Estados Unidos, tiene como función principal *“proteger a los inversionistas y mantener la integridad de los mercados de valores”*. Por lo tanto, se encarga de regular y hacer cumplir las leyes federales sobre valores. Disponible en: <https://www.sec.gov/investor/espanol/quehacemos.htm>. Recuperado el 14 de abril de 2015

<sup>74</sup> Ibid.

ha visto un marcado descenso en las ofertas públicas realizadas por emisores extranjeros en Estados Unidos, quienes se quejan de excesos en las medidas que impone esta regulación<sup>75</sup>.

La Ley está estructurada en 11 títulos donde se regulan aspectos relacionados con la alta gerencia, juntas directivas y comités de auditoría, así como normas que aplican a los comisionistas de bolsa, entidades calificadoras de riesgo, firmas de auditoría externa, entre otras.

### **Aspectos más relevantes de SOX<sup>76</sup>:**

- Crea la *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB), para supervisar a las compañías que prestan servicios de auditoría a los emisores de valores. El registro ante la PCAOB es obligatorio para las firmas de auditoría que pretendan trabajar con empresas listadas en Estados Unidos, para lo cual deben demostrar que cumplen con altos estándares en materia de control interno y cuentan con sistemas adecuados de prevención y detección de fraudes.

La PCAOB se constituye como una corporación sin ánimo de lucro y sus principales funciones son: (i) establecer estándares de auditoría, ética e independencia en la preparación de informes para los emisores, los cuales deben ser exactos e independientes con el propósito de proteger eficazmente los intereses de los inversionistas y del público en general.; (ii) realizar las investigaciones y procedimientos disciplinarios, e imponer las sanciones correspondientes a las firmas de auditoría; (iii) exigir el cumplimiento de la Ley,

---

<sup>75</sup> KELLEY, Kevin W. The Sarbanes-Oxley Act and Foreign Private Issuers. 2007, p. 212.

<sup>76</sup> Para esta parte se utiliza como referencia especial la traducción no oficial de la Ley realizada por Deloitte & Touche, la cual se puede encontrar en: Deloitte. Ley Sarbanes - Oxley. Disponible en: <http://webserver2.deloitte.com.co/A%20WEB%20Recursos/Rec%20Auditoria/4.%20Otros%20auditoria/SOA%20Espa%C3%B1ol%20Deloitte.pdf>

de los reglamentos de la Junta, de los estándares profesionales, y de las leyes de valores relacionadas con la preparación y emisión de reportes de auditoría, así como de las obligaciones y responsabilidades propias de los contadores.

La PCAOB consta de cinco miembros, quienes se deben dedicar de manera exclusiva al desempeño de sus funciones, pues la Ley expresamente les prohíbe realizar cualquier otra actividad profesional o de negocios, así mismo, deben contar con amplio conocimiento en materia de auditoría, el sistema financiero y el mercado de valores.

- Regula todo lo relacionado con las actividades que realizan las firmas de auditoría, y establece medidas como la rotación del socio principal de la firma de auditoría cada cinco años, y la implementación de reportes contables y financieros que deben ser dirigidos directamente al comité de auditoría de la junta directiva.

Así mismo, en busca de una mayor independencia, prohíbe que estas empresas presenten servicios diferentes a los emisores, como llevar los libros y registros contables, el diseño de sistemas de información financiera, servicios legales, entre otros.

- Dispone que el comité de auditoría de cada emisor será directamente responsable por la designación, compensación y supervisión del trabajo de las firmas de auditoría, además de ser el órgano encargado de solucionar los desacuerdos que surjan entre la administración y el auditor que estén relacionados con la información financiera.

Este comité estará integrado por al menos 1 miembro que sea experto financiero, entendido como una persona que tiene un entendimiento de los

principios de contabilidad, y amplia experiencia en la preparación o auditoria de estados financieros.

- Ordena que los reportes anuales y trimestrales que la compañía presente ante la SEC, deben ser certificados por el director general y el director financiero, indicando que los mismos han sido revisados por ellos, que no contienen hechos u omisiones que conduzcan a engaños, y que la información financiera presenta razonablemente la situación del emisor y cumple con los requisitos de ley.
- Dispone que en el evento en que el emisor deba retransmitir su información financiera a causa de correcciones que se hayan efectuado, el director general y el director financiero deberán reembolsar al emisor los bonos o compensaciones basadas en incentivos, así como las utilidades obtenidas a partir de la venta de acciones, que hayan recibido en los 12 meses anteriores.
- Prohíbe los préstamos personales para los ejecutivos, con algunas excepciones en créditos de consumo, de vivienda, entre otros.
- Exige que los emisores, junto con los reportes periódicos, revelen si han adoptado o no un código de ética y publiquen las modificaciones efectuadas. La ley define el código de ética como el conjunto de estándares que son razonablemente necesarios para promover: (1) la conducta honesta y ética, incluyendo el manejo ético de los conflictos de interés actuales o aparentes entre las relaciones personales y profesionales; (2) la revelación plena, razonable, exacta, oportuna y comprensible en los reportes periódicos del emisor; y (3) el cumplimiento con las reglas y regulaciones aplicables.
- Incrementa a 25 años de prisión, la pena a la que puede estar sujeto un individuo por el delito de fraude de valores, y faculta a la SEC para inhabilitar a cualquier



persona, temporal o permanentemente, de actuar como ejecutivo o director de cualquier emisor de valores.

## **1.5 REGULACIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN ORGANIZACIONES INTERNACIONALES**

Debido a la relevancia económica y social del gobierno corporativo, algunas organizaciones internacionales también se han venido involucrando de manera activa en el desarrollo del tema, entre ellas se destaca:

### **1.5.1 La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)**

La OCDE se constituyó en 1961 como un organismo de cooperación internacional con el objeto, según lo dispone el artículo 1 del Convenio firmado en 1960 en París, de promover políticas encaminadas a lograr un crecimiento sostenible de la economía y el empleo, a contribuir con una expansión económica sana, responsable y no discriminatoria. En 1999 este organismo desarrolló un conjunto de principios no vinculantes que fueron objeto de revisión en 2004 y que comprenden los elementos esenciales de un régimen de buen gobierno; estos han servido de guía tanto para los países que hacen parte de la organización como para países no miembros y en la actualidad constituyen, a nivel internacional, el más importante referente sobre el tema para países que se han preocupado por establecer sistemas de gobernabilidad adecuados<sup>77</sup>.

---

<sup>77</sup> OCDE. Disponible en: <http://www.oecd.org/centrodemexico/laocde/>. Recuperado el 5 de marzo de 2015

**1.5.1.1 Principios de gobierno corporativo**<sup>78</sup>. Como se ha explicado, los avances y adelantos en el tema de gobierno corporativo han generado la necesidad de establecer un conjunto mínimo de principios aplicables a todas las operaciones y negocios de una empresa que en un marco de desarrollo económico eficiente garanticen credibilidad, agilidad, eficacia y transparencia. Para desarrollarlos, la OCDE en su cumbre de ministros del 27 y 28 de abril de 1998, pidió que se elaborara, en coordinación con los gobiernos nacionales, con ciertas organizaciones internacionales de importancia y con el sector privado, un conjunto de normas y lineamientos en materia de gobierno corporativo. Después, el 26 y 27 de mayo 1999, el Grupo de Trabajo *ad-hoc* de gobierno corporativo aprobó una serie de principios de validez internacional, no vinculantes, de naturaleza evolutiva y referidos a los derechos de los accionistas, el trato equitativo de los mismos, la comunicación y transparencia en la revelación de información de la sociedad, la claridad sobre las responsabilidades y los deberes de la junta directiva, el respeto por los derechos de los terceros interesados (*stakeholders*)<sup>79</sup> y la existencia de una infra estructura que garantice la efectividad del gobierno corporativo; este último principio fue adicionado en la revisión que se realizó en el año 2004 sobre el tema<sup>80</sup>.

**Características de los principios.** En el preámbulo del documento que recoge los principios de gobierno corporativo, la propia OCDE puntualiza las características de dichos principios así:

- **Aplicación internacional**

Estos principios se han desarrollado entendiendo que no existe un modelo exclusivo de gobierno corporativo y que cada país o región debe atender a circunstancias

---

<sup>78</sup> Este aparte del trabajo se basa de manera especial en dos textos, los cuales son: 1) Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE (2004), y 2) Libro Blanco de Gobierno Corporativo, Confecámaras. BARONA ZULUAGA, Bernardo. Principios de la OCDE. Genealogía, descripción y aplicación. Comentarios. 2003. p. 29-44.

<sup>79</sup> Ibid. p. 29-44.

<sup>80</sup> Revisión que llevó a cabo el Grupo Directivo sobre Gobierno Corporativo de la OCDE.

particulares en sus desarrollos acerca del tema; pero, bajo criterios de unificación teórica, parten de identificar elementos comunes, con el fin de promover mayor transparencia, integridad y acato de las leyes. Representan la primera iniciativa de una organización no gubernamental para servir de referencia universal al promover leyes de buen gobierno corporativo, servir de parámetro de evaluación para la mejora en las leyes y regulaciones de los distintos países, y así lograr políticas de gobierno corporativo acertadas. A partir de los elementos comunes que subyacen al buen gobierno, es que se acuerdan estos principios y por su pretensión de universalidad se hacen de manera concisa, comprensible y accesible a toda la comunidad internacional.

- **No vinculantes**

Estos principios son solo recomendaciones, es decir, no son de carácter vinculante ni imperativo, ya que cada país es libre de adaptarlos o no. Sin embargo, resulta de interés para cada país acogerlos y permitir una evaluación de sus regímenes de gobierno corporativo, dado que lo que buscan estas medidas es consolidar la confianza en los mercados y entre otros beneficios, ayudan a atraer inversionistas de capital.

- **De naturaleza evolutiva**

Estos principios constituyen un entendimiento común, internacional y dinámico en materia de prácticas de buen gobierno corporativo, son de naturaleza evolutiva y están abiertos a continua revisión y adaptación a los cambios que se presente en el camino. La OCDE es consciente del mundo cada vez más integrado en el que nos movemos, caracterizado por la alta y ágil movilización de capitales por lo que reconoce la necesidad de un continuo análisis de los temas de gobierno corporativo más relevantes que velen por prácticas responsables.

**Descripción de los principios de la OCDE.** Los principios abordan seis temas claves del gobierno corporativo y son:

- Los derechos de los accionistas;
- El tratamiento equitativo;
- La función de los grupos de Interés;
- Comunicación y transparencia informativa;
- Las responsabilidades del consejo;
- Garantizar la base para un marco eficaz de gobierno corporativo.

A continuación se detallara el contenido de los principios:

- **Los derechos de los accionistas**

Este principio busca que los dueños del capital de una empresa, como inversionistas expuestos a mayores riesgos que otros interesados, tengan garantizados y protegidos sus derechos, a saber: los de propiedad, sobre las utilidades estipuladas, y a votar en las asambleas de accionistas y elegir las juntas directivas<sup>81</sup>.

Específicamente se establece que los derechos básicos de los accionistas incluyen: ejercicio de los derechos de propiedad, recabar información relevante sobre la sociedad de manera periódica, participar y votar en las juntas generales de accionistas, designar a los miembros del Consejo y participar en los beneficios de la sociedad. Los anteriores derechos exigen que los accionistas cuenten con los elementos necesarios para ejercer sus derechos al traspaso o la transferencia de sus acciones, el retiro, el derecho de preferencia; para tomar decisiones responsables e informadas sobre cambios fundamentales en la sociedad, acerca de: a) reformas estatutarias b) autorizaciones para la emisión de nuevas acciones; y c)

---

<sup>81</sup> BARONA ZULUAGA, Op. Cit., p. 29-44.

transacciones extraordinarias que deriven en la venta de la compañía; para participar de manera activa y efectiva en las juntas de accionistas teniendo la posibilidad de votar, sea de forma personal o por delegación, garantizando que los votos se registren y se cuenten de manera transparente y que los resultados sean obtenidos de manera ágil; entre otros<sup>82</sup>.

- **El tratamiento equitativo de los accionistas**

Este principio implica un trato similar, igualitario a todos los accionistas, incluso lo minoritarios, deben tener garantizados los mismos derechos de voto y cualquier cambio en estos debe someterse a votación de los accionistas. Este principio protege de manera especial a los inversionistas minoritarios y extranjeros pues estipula que ellos deben contar con mecanismos que les garanticen la protección de sus inversiones y que sus derechos no sean vulnerados por los intereses del accionista con poder de control<sup>83</sup>.

Para la materialización de este principio la OCDE recomienda que se prohíba el uso de información privilegiada que pueda conllevar a la manipulación de los mercados, que se elimine cualquier barrera que impida la participación en las juntas de accionistas como lo pueden ser el cobro de tarifas por el derecho al voto o exigir la presencia personal del dueño de la acción para que este pueda votar y que todas las situaciones de conflicto de interés sean reveladas<sup>84</sup>.

- **Derechos de los grupos de interés o stakeholders**

Como se ha dicho, por *Stakeholders* o grupos de interés deben entenderse todos los grupos de terceros que puedan resultar interesados en la gestión de los asuntos

---

<sup>82</sup> *Ibíd.*

<sup>83</sup> Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE. 2004

<sup>84</sup> BARONA ZULUAGA, Op. Cit. p. 29-44.

de una sociedad, por los beneficios o perjuicios que puedan percibir del desarrollo de la misma y pueden corresponderse con la sociedad en general o con los accionistas, las autoridades públicas, los inversionistas, los trabajadores y los acreedores<sup>85</sup>.

La OCDE busca fomentar la participación activa de los grupos de interés societario e impone a la empresa que en la búsqueda y la promoción de sus propios intereses, promuevan los de todos los demás grupos de interés. A su vez, la OCDE parece recomendar que los derechos de los diferentes grupos de interés estén estipulados en la ley, para que la protección de los mismos sea más útil y efectiva. Los mecanismos de protección deben atender a las características de cada grupo de interés<sup>86</sup>.

- **Comunicación y transparencia informativa**

La OCDE pide que la información debe ser revelada de manera precisa, regular, fiable, confiable y lo suficientemente detallada; hacerlo así garantiza que se puedan llevar a la práctica los demás principios, dado que, por ejemplo, el voto responsable de un accionista en una asamblea o junta de socios está directamente relacionado con la información que él tenga disponible, con la oportunidad y la confiabilidad de misma<sup>87</sup>.

La OCDE sugiere revelar información, con un mínimo de periodicidad anual, respecto de<sup>88</sup>:

---

<sup>85</sup> DEL VALLE y CARVAJAL, Op. Cit., p. 72.

<sup>86</sup> BARONA ZULUAGA, Op. Cit., p. 29-44.

<sup>87</sup> *Ibíd.* Bernardo Zuluaga (PhD. de la Universidad de Manchester, Reino Unido. Profesor titular, jubilado de la Facultad de Ciencias de la Administración. Universidad del Valle) también puntualiza que este principio facilita el cumplimiento satisfactorio de las funciones encargadas a entes de vigilancia y control, atrae inversión, permite que los mercados financieros sean confiables y operen de manera eficiente.

<sup>88</sup> *Ibíd.* p. 37-39.

- Los resultados financieros y de explotación de la empresa que den un panorama suficiente de su situación financiera;
- Los objetivos de la empresa, lo que incluye la revelación de su código de deberes y normas morales de conducta y de su política medioambiental, con el fin de que todos los interesados puedan evaluar con mayor precisión la relación de la empresa con las comunidades donde la misma opera;
- La participación mayoritaria y los derechos de voto como derecho básico de los inversionistas de conocer la estructura de propiedad de la empresa;
- Los miembros del consejo y los directivos y sus remuneraciones, esto para que se pueda evaluar su experiencia profesional, sus capacidades y cualquier conflicto de interés que pueda afectar a la persona en el cumplimiento de sus funciones. También, se recomienda informar el salario que devengan para que los inversionistas puedan evaluar los costos y beneficios de las remuneraciones pactadas;
- Los factores de riesgo material previsible, como *“riesgos específicos del sector o zonas geográficas, dependencia de bienes materiales; riesgos del mercado financiero, como el tipo de interés o el riesgo de una divisa; las transacciones no reflejadas en el balance de situación (obligaciones contingentes) y los riesgos relacionados con la responsabilidad medioambiental”*<sup>89</sup>;
- Las cuestiones sustanciales referentes a los grupos de interés social, con el fin de que se pueda evaluar la superioridad competitiva de la empresa;
- Las estructuras y políticas de gobierno de la empresa.

---

<sup>89</sup>Ibíd. p. 38.

Para la revelación de dicha información la OCDE exige que una empresa independiente de auditoría de fe de la veracidad de la información revelada y a su vez, indica que esta debe responder ante los accionistas por el cabal cumplimiento de su función. Adicionalmente, pide que se cuente con canales pertinentes de difusión de la información en tiempo oportuno y razonable<sup>90</sup>.

- **Las responsabilidades del consejo o junta directiva**

Este principio busca que exista claridad en las funciones que debe desempeñar el consejo o junta directiva y la responsabilidad que tiene por su cumplimiento ante la empresa, sus accionistas y terceros; para ello considera y define como funciones fundamentales las siguientes:

- 1. La revisión y dirección de la estrategia corporativa, los planes de acción principales, la política de riesgo, los presupuestos anuales y los planes de negocios; el establecimiento de los objetivos sobre los resultados, el control y seguimiento de la implantación de los resultados corporativos; y la supervisión de los principales gastos, adquisiciones y enajenaciones de capital.*
- 2. La selección, retribución, control y, cuando se haga necesario, sustitución de los directivos clave y la supervisión del plan de sucesión.*
- 3. La revisión de la remuneración de los directivos clave y de los miembros del Consejo, asegurándose que el proceso de designación de los consejeros sea formal y transparente.*
- 4. La supervisión y arbitraje de los posibles conflictos de interés entre la dirección, los miembros del Consejo y los accionistas, incluidos el uso fraudulento de activos corporativos y el abuso en transacciones entre partes interesadas.*
- 5. Garantizar la integridad de los sistemas de contabilidad y de los estados financieros de la sociedad, incluida una auditoría independiente, y la implantación de los debidos sistemas de control, en particular control del riesgo, control financiero y cumplimiento de la ley.*
- 6. La supervisión de la efectividad de las prácticas de gobierno de acuerdo con las cuales opera, realizando cambios a medida que se hagan necesarios.*
- 7. La supervisión del proceso de comunicación y la política de información”<sup>91</sup>.*

---

<sup>90</sup> Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE. 2004. p. 22.

<sup>91</sup> BARONA ZULUAGA, Op. Cit., p. 41.



Para el cumplimiento de dichas funciones la OCDE recomienda que actúen con diligencia y cuidado, de buena fe, completamente informados y siempre en interés de la compañía; además, plantea que un número suficiente de sus integrantes debe ser independiente para que esta permanezca íntegra<sup>92</sup>.

- **Garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo:**

Este principio busca múltiples objetivos, entre ellos, que se desarrolle un sistema fuerte y eficaz de gobierno corporativo, que tenga presente la importancia del tema y sus implicaciones en la economía, que las regulaciones legales sean coherentes con la transparencia y eficacia que buscan las buenas prácticas corporativas y que las funciones de las autoridades supervisoras, reguladoras y ejecutoras se articulen con el interés general<sup>93</sup>.

Por último, se hace necesario mencionar que el Comité de Gobierno Corporativo de la OCDE emprendió en el año 2014 una propuesta de revisión de los principios, justifica dicha acción con la intención de “*asegurar la calidad permanente, la pertinencia y la utilidad de los principios*” y obtener como resultado “*un punto de referencia sólido para el establecimiento de un marco eficaz de gobierno corporativo*”. En la revisión participarán el sector empresarial, los inversionistas, profesionales expertos en el tema y demás interesados<sup>94</sup>.

---

<sup>92</sup> VÉLEZ PACHÓN, Op. Cit., p. 381.

<sup>93</sup> Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE. 2004. p. 17.

<sup>94</sup> <https://alejandramastrangelo.wordpress.com/2014/03/12/tuac-prioridades-para-la-revision-de-los-principios-de-gobierno-corporativo-de-la-ocde/>. Recuperado el 2 de marzo de 2015

### 1.5.2 Banco de Desarrollo de América Latina (CAF)<sup>95</sup>

La CAF es un banco de desarrollo constituido en 1970, conformado por 19 países, de los cuales 17 pertenecen a América Latina y el Caribe, y por 14 bancos privados de la región. Tiene por principal objetivo promover el desarrollo sostenible de los sectores públicos y privados de América Latina, así como también lograr la integración regional. Respecto del gobierno corporativo, la CAF se ha encargado de promover buenas prácticas con el ánimo de mejorar el panorama económico de la región, al aumentar la confianza y la competitividad de las empresas que incluyen buenas prácticas de gobierno corporativo. Entonces, ante su compromiso con el desarrollo sostenible y la integración regional, la CAF con su programa para promover mejores prácticas de gobierno corporativo, emitió en 2004 unos Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo, lineamientos que desde 2005 son la base del tema en la región Andina<sup>96</sup>.

**1.5.2.1 Lineamientos para un código latinoamericano de gobierno corporativo<sup>97</sup>.** Con esta publicación la CAF pretende promover una “*verdadera cultura de gobierno corporativo*” que sirva al acceso de las empresas latinas al mercado de capitales, y que a su vez, proporcione a las empresas, a los operadores de mercado y a los responsables de políticas públicas, un conjunto de normas básicas, elementales, que constituyan las bases de un buen gobierno corporativo.

**Características de los lineamientos:** Las características de los Lineamientos pueden extraerse del prólogo y la introducción del documento así:

---

<sup>95</sup> Con anterioridad se mencionó que este organismo conserva las siglas de su nombre original: Corporación Andina de Fomento. Sin embargo, desde el año 2010 se denomina Banco de Desarrollo de América Latina.

<sup>96</sup> <http://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2013/08/buen-gobierno-corporativo-para-america-latina/?parent=13732>. Recuperado el 9 de marzo de 2015

<sup>97</sup> Esta parte del trabajo se realizará con base a la tercera edición, de 2013, de los lineamientos de la CAF. La versión digital podrá ser encontrada en <http://www.publicaciones.caf.com>. Los apartes en letra cursiva se entenderán sacados directamente del documento.

- **Carácter evolutivo:**

La CAF entiende al mundo financiero como un mundo dinámico y cambiante, por tanto sus lineamientos deben estar en la capacidad de adaptarse a las exigencias del sector. Desde su emisión en 2004, los lineamientos han sido objeto de revisiones menores en 2006 y 2010. En 2013 publicó un documento con mayores cambios, con la esperanza de responder a las necesidades de la crisis financiera y a las lecciones que esta impartió. A su vez, la CAF advierte que estará abierta a los comentarios que se tengan después de ponerse en práctica el mismo.

- **Carácter no vinculante:**

Estos lineamientos no son obligatorios, por el contrario, su aplicabilidad depende de la libre decisión de las empresas, quienes son consideradas sus principales destinatarias. Ello no obsta para que los gobiernos y entes reguladores acojan las medidas y busquen su implementación. Si los lineamientos son incorporados a los estatutos internos de las empresas, deberán ser entendidos como obligatorios.

- **Carácter práctico y diferenciador:**

La CAF presenta sus lineamientos como exhaustivos y aplicables a una variedad de empresas<sup>98</sup> y con el ánimo de difusión y real utilización del mismo, plantea en su cumplimiento un principio de diferenciación de acuerdo al tipo de empresa, siendo más exigentes con las entidades financieras y las empresas listadas en el mercado público de valores.

**Descripción de los lineamientos de la CAF:** El documento ha definido cinco grandes áreas de gobierno corporativo, que pretenden recoger los principios más

---

<sup>98</sup> Principalmente a las listadas en el mercado público de valores, a las entidades financieras y a las empresas no listadas.

básicos y a partir de ello realiza recomendaciones aplicables a cada tipo de empresa; estas 5 áreas son:

- **Derechos y trato equitativo de accionistas:**

Un buen gobierno corporativo debe estar en capacidad de respetar los derechos de los accionistas, quienes por proveer a la empresa de capital, tienen entera relevancia y por tanto deben contar con los mecanismos adecuados para participar y votar los asuntos claves de la compañía en la asamblea de accionistas, poseer suficiente información y participar en los beneficios de la sociedad. La CAF es clara en establecer que no basta con que dichos derechos estén reconocidos, sino que sus mecanismos de ejercicio deben estar garantizados de manera equitativa, de acuerdo con las iguales condiciones en que se encuentre cada accionista.

Para lo anterior, recomienda: (I) que los accionistas minoritarios estén protegidos de forma especial ante los potenciales abusos de los accionistas controladores; (II) que la empresa cuente con canales efectivos de comunicación, que permitan a los accionistas obtener información oportuna y suficiente; (III) que existan cláusulas que impongan mecanismos ágiles para resolución de conflictos, como lo puede ser el arbitraje.

- **La asamblea general de accionistas:**

Un buen gobierno corporativo debe luchar porque los accionistas manifiesten su interés en la sociedad y sean activos. Por tanto, las recomendaciones que aquí se dictan van encaminadas a fomentar el uso de las tecnologías en el ambiente corporativo, para facilitar el acceso a la información, la comunicación y el ejercicio del voto o la representación; la transparencia invada la cotidianidad de la compañía y los accionistas se apropien de su rol.

Con la intención de lograr dicho objetivo, la CAF recomienda, entre otras cosas, que sus funciones y competencias estén claramente delimitadas en el reglamento de la asamblea, que como documento trascendental, debe imponer de manera clara la forma en que esta opera. Las convocatorias, según su clase, deben realizarse de la forma correcta, dentro de los tres primeros meses del año, con un plazo suficiente, debidamente publicitadas, con un orden del día claro, completo y sencillo. Los estatutos deben contemplar medidas que le permitan a los accionistas proponer temas, que dediciones referentes al cese o ejercicio de responsabilidad contra los miembros del directorio no tengan que estar incluidas en la agenda sino que puedan proponerse por los accionistas y que en todo caso se maximice la realización de la asamblea.

- **El directorio:**

El directorio, como supremo órgano de administración, debe incluir dentro de sus funciones, como fundamentales: (I) la definición de estrategias, (II) la supervisión de la sociedad y (III) el control de la alta gerencia. Por la envergadura de este ente, los lineamientos en este aspecto pretenden ser exhaustivos y tratan temas que van *“desde la composición, estructura, conformación, nombramiento y cese de los miembros del Directorio, hasta sus funciones, derechos y deberes, dinámica, y capacidad, para contribuir a la creación de Directorios eficientes, activos y suficientemente empoderados para el desarrollo de las críticas funciones que le corresponden para el mejor gobierno de cualquier sociedad”*<sup>99</sup>. Con este aire lo que pretende la CAF es que el directorio sea fuerte, independiente de la alta gerencia, con personas idóneas y capacitadas para la toma decisiones profundas y debidamente deliberadas.

---

<sup>99</sup> Ibid. p. 46.

- **Arquitectura de control:**

La CAF presenta la arquitectura de control como un sistema integral mediante el cual la empresa organiza su estructura, políticas y procedimientos para proveer de seguridad razonable el logro de los objetivos de la empresa. Esta se divide en 5 áreas: (I) Ambiente de control: define la filosofía de la empresa con relación a la administración de los riesgos y su control; (II) Gestión de riesgo: coordina la identificación y gestión del riesgo; (III) Actividades de control: describe políticas y procedimientos que garantizan una ejecución adecuada y oportuna de las respuestas a los riesgos; (IV) Información y comunicación: entiende la comunicación como un elemento necesario para el correcto funcionamiento de la arquitectura de control; y (V) Monitoreo: la evaluación, realizada por auditores internos y externos, asegurará un eficaz funcionamiento del sistema.

- **Transparencia e información financiera y no financiera:**

La transparencia es el pilar generador de confianza en la compañía, por tanto, es un principio fundamental del buen gobierno corporativo. Esta herramienta, entendida no solo como derecho sino también como deber, es indispensable para que tanto accionistas como inversionistas cuenten con la mayor información posible y sus decisiones sean razonables para ejercer un control activo en la sociedad. Esto implica que las empresas tengan una política de revelación de información que responda al ¿Qué?, ¿A quién? y ¿Cómo? debe ser mostrada la información. Respecto de los estados financieros, se exige que sean precisos, respondan a los principios contables y estén auditados. La información debe ser de fácil acceso y hablar de la sociedad, los accionistas, las relaciones con inversores, sostenibilidad y gobierno corporativo; etc.

## 1.6 REGULACIÓN EN COLOMBIA

La preocupación en Colombia por la regulación y sujeción a los principios del gobierno corporativo es reciente pero, a su vez, progresiva. Las dinámicas económicas y sociales han despertado interés en las diferentes instituciones del Estado por este fenómeno. Según lo afirma Federico Vélez Pachón<sup>100</sup>, el mercado público de valores colombiano presenta características con tendencias negativas, entre las que resaltan la propensión de las empresas hacia el endeudamiento con altas tasas de interés y la alta concentración accionaria, estas circunstancias y el acogimiento de la importancia del buen gobierno corporativo han despertado el interés de las diferentes instituciones del Estado, que ha venido trabajando con el fin de avanzar en la materia y llenar los vacíos regulatorios<sup>101</sup>.

El régimen normativo referente al gobierno corporativo no se encuentra compilado en un mismo cuerpo normativo, sino que está disperso en varias normas mercantiles. Las primeras regulaciones sobre el tema se pueden encontrar en el Código de Comercio, sin embargo, fue solo a partir de la expedición de la Ley 222 de 1995, la cual reforma el código en su Libro II, proporcionando un nuevo régimen societario y preocupándose por actualizar la legislación respecto de temas referentes a los derechos de los accionistas, la calidad de la información financiera, la protección de los terceros en procesos de reestructuración y la responsabilidad de la junta directiva y los administradores, que se empezaron a emitir verdaderas normas sobre el gobierno de las empresas<sup>102</sup>. Por ello se pasará a explicar, de

---

<sup>100</sup> Abogado y magíster en Derecho Económico. Actualmente es profesor del Departamento de Ciencia Jurídica y Política de la Pontificia Universidad Javeriana Cali.

<sup>101</sup> VÉLEZ PACHÓN, Op. Cit., p. 381-382, 391.

<sup>102</sup> Ibid. p. 382. Lo anterior no quiere decir que antes de esa fecha no existiera normas relativas al buen gobierno de las empresas, como lo rescata el autor, para el momento existían pronunciamientos de la Superintendencia de Sociedades que velaban por una administración eficaz de las empresas y para ello cita como ejemplos los siguientes: “El Oficio 08881627, de mayo de 1977, que hace referencia al tratamiento de accionistas minoritarios; el Oficio OA 0547, del 17 de abril de 1973, en cuanto a las restricciones que se presentan para la compra de acciones por parte de los Administradores; y el Oficio 220-54942, de octubre 18 de 1995, en cuanto al reemplazo de los administradores estableciendo que no hay inamovilidad de éstos”.

manera conjunta y a manera de ejemplo, los asuntos que regulan el Código de Comercio y la Ley 222 de 1995; para esto se utilizará como texto base “*Marco legal del gobierno corporativo en Colombia*” de Luisa Fernanda Elorza (2003); y por último, se hará un recuento de las normas de la legislación interna que para el tema que aquí se está tratando se consideran relevantes.

#### **1.6.1 Normatividad del Código de Comercio y Ley 222 de 1995 relacionada con la protección de accionistas**

- **Derecho al voto:** En Colombia por cada acción existe un voto. Según consagra el artículo 381 del Código de Comercio, en ningún caso podrán crearse privilegios que consistan en votos múltiples o que de algún modo priven a los propietarios de acciones comunes de manera permanente de sus derechos.
- **Tratamiento de las utilidades como mecanismo de protección a los socios:** El artículo 150 del Código de Comercio protege a los socios al indicar que se tendrá por no escrita cualquier cláusula que prive a los socios de toda participación en las utilidades; el 151 consagra el deber de repartir las utilidades según se hallen justificadas por balances reales; además, el art. 155<sup>103</sup> “como mecanismo de protección para los accionista minoritarios consagra una mayoría calificada para la distribución de las utilidades”<sup>104</sup>.
- **Convocatoria a las reuniones:** Como se ha explicado, la forma, oportunidad, publicidad y claridad de las convocatorias, son un tema clave del gobierno corporativo, porque permitirá a los accionistas estar bien informados y participar de manera activa y eficaz en las asambleas. La legislación Colombia establece los mínimos que se deben respetar. Como ejemplo se pueden citar las siguientes normas: para las reuniones extraordinarias indica cinco días de

---

<sup>103</sup> Modificado por la Ley 222/95, art. 240.

<sup>104</sup> Libro Blanco de Gobierno Corporativo, Confecámaras. ELORZA, Luisa Fernanda. Marco legal del gobierno corporativo en Colombia. 2003. p. 99.



anticipación para la convocatoria y la obligación de contener el orden del día. Por su parte, para las reuniones ordinarias, permite la posibilidad de que se discutan temas no incluidos en la convocatoria si directores o cualquier asociado así lo propone<sup>105</sup>; se plantea, como mecanismo de protección, la obligación para las sociedades que negocian sus acciones en el mercado público de valores que siempre que piensen discutir el aumento del capital autorizado o la disminución del suscrito se incluya en la convocatoria<sup>106</sup>; otorga la facultad a un número de socios que represente por lo menos la cuarta parte del capital social de solicitar a los administradores que convoquen a reunión; el artículo 423 del Código prevé tres situaciones en las que la Superintendencia de Sociedades está obligada a convocar a junta o asamblea de socios: (I) cuando, en la oportunidad señalada por la ley o los estatutos, no se hubiese realizado la reunión; (II) cuando la administración haya cometido irregularidades graves que deban ser conocidas o subsanadas por la asamblea; y (III) cuando el número plural de accionistas exigido por la ley o los estatutos lo soliciten.

- **En relación con la flexibilidad de la representación en las reuniones:** Como sistema de representación para reuniones se tienen los poderes, pero con la reforma de la Ley 222 se flexibilizó y simplificó el sistema, permitiendo otorgar poderes sin necesidad de escritura pública o reconocimiento de documento, otorgar poderes a personas jurídicas, eliminó requisitos de legalizaciones para poderes extranjeros. No obstante, como lo hace notar Luisa Elorza, con la autorización de que se pacten en los estatutos requisitos adicionales las ventajas que dio el legislador pueden verse afectadas.
- **Mayorías:** La Ley 222/95 trajo importantes avances en materia de mayorías, con el fin de lograr una mayor agilidad en las decisiones y permitió, por ejemplo, para las sociedades anónimas que negocien sus acciones en el mercado de

---

<sup>105</sup> Artículo 182 del Código de Comercio.

<sup>106</sup> Ley 222/95, Artículo 67.

valores mayorías absolutas, sin posibilidad de pactar mayorías superiores en los estatutos<sup>107</sup>; para las sociedades anónimas, negocien o no sus acciones en el mercado público de valores, plantea pocas excepciones con mayorías calificadas que pretenden proteger el retorno de la inversión y a los accionistas minoritarios.

- **Información transparente y oportuna y derecho de inspección:** frente a este aspecto existen discusiones acerca de si la legislación protege o no de manera adecuada este importante principio pues para las sociedades anónimas la única oportunidad para ejercer el derecho individual de inspección son los quince días anteriores a la reunión<sup>108</sup>; para las sociedades limitadas, en comandita y colectivas el derecho se puede ejercer en cualquier momento<sup>109</sup>.
- **Acuerdos entre los accionistas:** la ley 222 de 1995 permite a los socios que no sean administradores acordar por escrito votar en igual sentido; acuerdo que podrá hacerse valer ante la compañía y los socios que no hayan participado en el mismo, previo el cumplimiento de ciertos requisitos.

El Código también trata normas relativas a la definición de las juntas directivas y administradores, su régimen de incompatibilidad y selección, deberes, responsabilidades y rendición de cuentas; etc.

A continuación se hablará de otras normas de la legislación interna colombiana que para los propósitos de este escrito se consideran más relevantes:

---

<sup>107</sup> Ibid., Artículo 68.

<sup>108</sup> Artículo 422 del Código de Comercio.

<sup>109</sup> Artículos 169, 314, 328, y 339 del Código de Comercio.

### **1.6.2 Resolución 275 de 2001<sup>110</sup>**

Una norma que contribuyó a la implementación de mejores prácticas de gobierno corporativo por parte de los emisores de valores colombianos, fue la Resolución 275 del 23 de mayo de 2001, expedida por la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia). Esta resolución estableció los requisitos que debían cumplir las personas jurídicas que pretendieran ser destinatarias de la inversión de recursos de los fondos de pensiones.

En este sentido, la norma establecía medidas específicas respecto al gobierno, conducta, e información de los emisores, con el propósito de garantizar el respeto de los derechos de los inversionistas. Específicamente exigía que estas compañías contaran con mecanismos que permitan la evaluación y el control de la actividad de los administradores; regularan los conflictos de interés; aseguraran la elección del revisor fiscal de forma transparente; permitieran la realización de auditorías especializadas y exigieran el cumplimiento de lo establecido en el código de buen gobierno.

Adicionalmente, se exigía a los emisores informar al mercado de forma transparente acerca de los procedimientos, políticas y criterios que utilizan para la remuneración, elección y composición de sus juntas directivas, así como publicar de forma oportuna la información financiera y contable de la compañía. Por último, cabe resaltar que establecía obligaciones como contar con una oficina de atención al inversionista y adoptar un código de buen gobierno.

---

<sup>110</sup> Aunque esta norma ya no se encuentra vigente, se considera necesario mencionarla por la importancia que en su momento tuvo.

### 1.6.3 Ley 964 de 2005

Esta Ley, conocida como la ley del mercado de valores, establece principalmente una serie de parámetros que deben de respetar las entidades que captan recursos del público a través de la emisión de valores<sup>111</sup>, con el fin de proteger los derechos de los inversionistas, promover el desarrollo y la eficiencia del mercado, preservar el buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores y, en general, la confianza del público en el mismo.

Esta norma tiene una gran influencia de la ley Sarbanes-Oxley, que se refleja en la similitud de algunas de sus medidas que exigen buenas prácticas de gobierno corporativo. En términos generales, la Ley 964 de 2005 busca que se promueva el desarrollo y la democratización del mercado de valores y que el mismo esté provisto de información oportuna, completa y exacta, que pueda garantizar la transparencia y la sana competencia entre los participantes.

Sarbanes-Oxley tiene gran influencia en las disposiciones que se establecen en esta Ley, cuyos aspectos más relevantes son:

- Propone un régimen especial para las sociedades cotizadas en bolsa, imponiendo mayores cargas de responsabilidad a los administradores.
- Establece medidas de protección para los accionistas minoritarios

---

<sup>111</sup> El artículo 2° de la Ley 964 de 2005 define el concepto de valor como todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, incluyendo los siguientes: a) Las acciones; b) Los bonos; c) Los papeles comerciales; d) Los certificados de depósito de mercancías; e) Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización; f) Cualquier título representativo de capital de riesgo; g) Los certificados de depósito a término; h) Las aceptaciones bancarias; i) Las cédulas hipotecarias; j) Cualquier título de deuda pública.

- Prevé la constitución de asociaciones de accionistas para el ejercicio colectivo de sus derechos.
- Establece la figura del administrador factor, según la cual, quien tome decisiones, ya sea individual o colectivamente, que le corresponden formalmente a un administrador, responde frente a la sociedad, sus accionistas, los demás inversionistas y los terceros.
- Se le otorgan a la Superintendencia Financiera facultades para ordenar la revelación y calificación de los sistemas de gobierno corporativo adoptados por las sociedades emisoras de valores.
- Se protegen los derechos de los accionistas e inversionistas desde el punto de vista jurisdiccional, mediante el otorgamiento de facultades a las entidades de supervisión para dirimir ciertas controversias que surjan entre inversionistas, emisores, intermediarios, etc.<sup>112</sup>.
- Se establece el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores, SIMEV, como una herramienta para facilitar el suministro de información al mercado.
- Al igual que SOX, se exige que los emisores cuenten con un comité de auditoría el cual debe estar conformado por miembros independientes y con adecuada experiencia para el ejercicio de sus funciones.
- La junta directiva deberá estar conformada por al menos 25% de miembros independientes, entendiéndolos como aquellas personas que no tienen

---

<sup>112</sup> PACHÓN VÉLEZ, Op. Cit., p. 389.

relaciones económicas con la sociedad o sus directivos, en los términos del artículo 44 de la Ley<sup>113</sup>.

- Los representantes legales de los emisores de valores deberán certificar que los estados financieros y otros informes relevantes para el público no contienen vicios, imprecisiones o errores que impidan conocer la verdadera situación patrimonial o las operaciones de la organización.

El fin último de esta norma es promover un comportamiento responsable y transparente al interior de las empresas, partiendo de que un inversionista bien informado es un inversionista protegido, contribuyendo así a la consolidación de compañías más competitivas, productivas, con mejores recursos humanos y financieros.

#### **1.6.4 Circulares externas 028 de 2007 y 028 de 2014 de la Superintendencia Financiera de Colombia**

La Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), es un organismo técnico adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con personería jurídica,

---

<sup>113</sup> El párrafo segundo del artículo 44 de la Ley 964 de 2005 entiende por independiente: “aquella persona que en ningún caso sea: 1. Empleado o directivo del emisor o de alguna de sus filiales, subsidiarias o controlantes, incluyendo aquellas personas que hubieren tenido tal calidad durante el año inmediatamente anterior a la designación, salvo que se trate de la reelección de una persona independiente. 2. Accionistas que directamente o en virtud de convenio dirijan, orienten o controlen la mayoría de los derechos de voto de la entidad o que determinen la composición mayoritaria de los órganos de administración, de dirección o de control de la misma. 3. Socio o empleado de asociaciones o sociedades que presten servicios de asesoría o consultoría al emisor o a las empresas que pertenezcan al mismo grupo económico del cual forme parte esta, cuando los ingresos por dicho concepto representen para aquellos, el veinte por ciento (20%) o más de sus ingresos operacionales. 4. Empleado o directivo de una fundación, asociación o sociedad que reciba donativos importantes del emisor. Se consideran donativos importantes aquellos que representen más del veinte por ciento (20%) del total de donativos recibidos por la respectiva institución. 5. Administrador de una entidad en cuya junta directiva participe un representante legal del emisor. 6. Persona que reciba del emisor alguna remuneración diferente a los honorarios como miembro de la junta directiva, del comité de auditoría o de cualquier otro comité creado por la junta directiva”.

autonomía administrativa y financiera y patrimonio propio<sup>114</sup>. Esta entidad ha desempeñado un papel fundamental en el desarrollo del mercado de valores colombiano y en la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo por parte de sus intervinientes. La SFC ha ejercido su función como regulador de manera activa, procurando la defensa de los derechos de los inversionistas, en busca de la estabilidad del mercado financiero del país.

Esta entidad, en línea con la tendencia mundial y utilizando como referencia los lineamientos de la ley Sarbanes-Oxley, el informe Cadbury, los principios de la OCDE, entre otros, ha expedido dos circulares externas, una en 2007 y otra en 2014, por las cuales dicta una serie de recomendaciones de adopción voluntaria a los emisores de valores, tendientes a la construcción de un sistema de gobierno corporativo que proporcione confianza a los inversionistas, atraiga la inversión y contribuya al crecimiento de las empresas. Estas circulares se denominan Código de Mejores Prácticas Corporativas –Código País-, y constituyen el objeto de estudio de este trabajo y en capítulo posterior se tratarán con mayor profundidad.

## **1.7 ACTUALES FENÓMENOS DE GOBIERNO CORPORATIVO: ACCIONISTAS ACTIVISTAS**

El activismo accionarial es un movimiento que pone a consideración los pasos que deben seguir los accionistas que poseen acciones en una compañía. Se basa en tres pilares fundamentales: (I) Búsqueda de rentabilidad a largo plazo; (II) Preocupación por asuntos no financieros que busquen inversiones socialmente responsables y que integren factores medioambientales, sociales, culturales y de Gobierno Corporativo; y (III) El ejercicio de los derechos de los accionistas. Aunque no existe acuerdo en la definición, se podría decir que un accionista activista ejerce

---

<sup>114</sup> Superintendencia Financiera de Colombia. Disponible en: <https://www.superfinanciera.gov.co>

sus derechos dentro de la sociedad en la que ha invertido, con la intención de influir, controlar su gestión en los asuntos financieros y no financieros de la misma<sup>115</sup>.

Como regla general, el activismo accionarial se ejerce a través de los inversionistas institucionales<sup>116</sup>; quienes actúan por vía extra-orgánica mediante acercamientos con los administradores, creación de comités de defensa de los accionistas, o por medio de cartas para exponer su punto de vista respecto de la administración de la sociedad y mejorar su gestión y estructura interna, con la implementación de los principios de gobierno corporativo. Estas reuniones propician un ambiente de cooperación entre administradores y accionistas que beneficia a todos los inversionistas.

También actúan por vía orgánica ejerciendo de manera activa sus derechos dentro de la sociedad, como lo son la potestad de vigilar la verdadera autonomía de los administradores independientes, el correcto funcionamiento de las auditorías, retribuciones y nombramientos y más importante aún, haciendo uso de su derecho al voto en la asamblea general de accionistas. Para esto último utilizan dos estrategias: la captación de poderes, es decir, la reunión de votos de los demás accionistas para lograr un mismo sentido de voto y la realización de propuestas a los accionistas<sup>117</sup>.

A modo de ejemplo, podría citarse el caso de las Hermanas de St. Francis de Filadelfia. Estas religiosas adquieren la cuota mínima exigida por la ley americana,

---

<sup>115</sup> Eurosif/Forética. El activismo accionarial en Europa: manual europeo 2006. 2006.

<sup>116</sup> Quienes conforman este tipo de agentes financieros son los fondos de pensiones, los fondos de inversión, y las compañías de seguros y finanzas; estos se oponen a los inversionistas individuales porque a través de una persona jurídica y su gestión colectiva, pequeños inversionistas acumulan sus ahorros para que sean invertidos. El gran mercado de capitales y el desarrollo de un sistema de pensiones basado en el ahorro de los trabajadores, fueron las circunstancias que hicieron posible su aparición en Estados Unidos. ARCUDIA HERNÁNDEZ, Carlos Ernesto. El activismo de los inversionistas institucionales en el gobierno de las grandes sociedades. En: Revista Contaduría y Administración. 57 (4), México, 2012. p. 42-43.

<sup>117</sup> Ibid. p.47-48.



para poder promover resoluciones corporativas en el consejo de una empresa. Una vez son accionistas, presentan y promueven un ambiente corporativo más responsable y respetuoso de los derechos humanos y del medio ambiente, pues no solo esperan rentabilidad, sino también un beneficio social. Su modo de actuar consiste en escoger empresas que, según ellas, son irresponsables o inmorales, invierten en ellas lo necesario para poder influir en el control de las mismas a través de reuniones y cartas o presentando resoluciones, que si reciben el apoyo suficiente en el consejo de accionista, la Comisión de Valores de Estados Unidos revisará y obligará a la empresa a incluir un informe anual acerca de su implementación y cumplimiento<sup>118</sup>.

Algunos de sus logros son: (I) en Chevron, lograron implementar un programa industrial para que las emisiones de gases a la atmósfera sean monitorizadas y se busque reducirlas; (II) Exxon Mobil aceptó informar sobre los riesgos a largo plazo de las extracciones de petróleo en Canadá y se comprometió a reducir sus emisiones; (III) en empresas como McDonald's, Wal-Mart, Macy's o Procter & Gamble, las hermanas consiguieron que se examinen las cadenas de suministro de los productos que importan de países en vías de desarrollo, para tratar de evitar comprar productos derivados de la explotación infantil o tráfico de personas. También invierten en compañías del sector financiero como Bank of America, CitiGroup, Goldman Sachs o Wells Fargo, con la intención de restaurar la confianza en el sistema financiero; entre otros<sup>119</sup>. Por último, se hace necesario mencionar que esta comunidad ha recibido el apoyo de otros grupos religiosos y su doctrina se ha extendido a Reino Unido, Suiza y Noruega<sup>120</sup>.

---

<sup>118</sup> <http://www.abc.es/20120224/contraportada/abcp-monjas-wall-street-20120224.html>. Recuperado el 13 de marzo de 2015

<sup>119</sup> [http://respsoem.blogspot.com/2012\\_06\\_01\\_archive.html](http://respsoem.blogspot.com/2012_06_01_archive.html). Recuperado el 13 de marzo de 2015

<sup>120</sup> <http://www.abc.es/20120224/contraportada/abcp-monjas-wall-street-20120224.html>. Recuperado el 13 de marzo de 2015

Respecto de Latinoamérica, se puede decir que el fenómeno apenas está cogiendo fuerza y que en países como Chile se han visto accionistas muy activos a raíz de los escándalos financieros de Enersis, Cascada o La Polar. Este último propició el nacimiento de la Asociación de Accionistas Minoritarios (Asoam), con el objetivo de crear instancias de protección para los accionistas, que velen por sus intereses y que sirvan de contrapeso ante organismos regulatorios y demás accionistas. Sin embargo, se hace necesario puntualizar que el activismo que se ejerce en la región difiere del que se presenta en el mercado americano, pues se dice que en este último, el papel de los activistas es más amplio, porque al no haber controladores, los activistas pueden influir en la administración y en los directorios de una sociedad de una forma más profunda y porque en la región solo se verán incentivados a actuar para proponer cambios, si cuentan con los votos necesarios para hacerlo<sup>121</sup>. Con todo, se hará necesario ver qué curso sigue el tema.

---

<sup>121</sup> <http://www.pulso.cl/noticia/empresa-mercado/mercado/2013/12/13-35821-9-accionistas-activistas-un-fenomeno-que-crece-en-chile.shtml>. Recuperado el 13 de marzo de 2015

## 2. ANÁLISIS: NIVEL DE APLICACIÓN DE LAS PRÁCTICAS DEL CÓDIGO PAÍS 2007 Y RETOS DERIVADOS DE LA IMPLEMENTACIÓN DEL CÓDIGO PAÍS 2014

La Superintendencia Financiera de Colombia ha desarrollado un papel fundamental en el impulso, promoción y fomento del buen gobierno corporativo y en varias ocasiones ha reconocido su valiosa importancia al afirmar que este *“contribuye de forma crucial al logro de los objetivos de estabilidad, seguridad y confianza; promoción y desarrollo del mercado de valores colombiano; y protección de los inversionistas, ahorradores y asegurados”*<sup>122</sup>. Entre sus competencias está la de supervisar que las sociedades emisoras de valores cumplan con los estándares de gobierno corporativo establecidos. Sin embargo, estas varían según se trate de empresas financieras o no financieras: para las primeras, sus facultades incluyen una obligación de sujeción al control y vigilancia de la entidad; para las segundas, solo hay sujeción al control más no a la vigilancia.

Entonces, con el fin de lograr la *“equidad, integridad, responsabilidad y transparencia, promoviendo la estabilidad, seguridad y confianza del sistema financiero”*<sup>123</sup> la Superintendencia Financiera ha ejercido su función como ente regulador de manera activa, procurando la defensa de los derechos de los inversionistas y la estabilidad del mercado financiero del país. Esta entidad, en línea con la tendencia mundial y utilizando como referencia los lineamientos de la ley Sarbanes-Oxley, el informe Cadbury, los principios de la OCDE y en especial los lineamientos de la CAF, ha expedido dos circulares externas, una en 2007 y otra en 2014, por las cuales dicta una serie de recomendaciones de adopción voluntaria a los emisores de valores, tendientes a la construcción de un sistema de gobierno corporativo que proporcione confianza a los inversionistas, atraiga la inversión y contribuya al crecimiento de las empresas.

---

<sup>122</sup> RAMÍREZ RUIZ, Op. Cit, p. 2

<sup>123</sup> VÉLEZ PACHÓN, Op. Cit., p. 396-397

Estas circulares se denominan Código de Mejores Prácticas Corporativas –Código País-, y constituyen el objeto de estudio del presente capítulo. En él se hará un breve resumen sobre el contenido de los códigos y se evaluará el nivel de aplicación de las prácticas de gobierno corporativo contenidas en el Código país de 2007 y los retos que pueda imponer la implementación del Código de 2014.

## **2.1 CÓDIGO DE MEJORES PRÁCTICAS CORPORATIVAS DE 2007 (CIRCULAR EXTERNA 028 DE 2007 MODIFICADO POR CIRCULAR EXTERNA 007 DE 2011)**

En marzo de 2007 se publicó en el país el Código de Mejores Prácticas Corporativas, el cual fue modificado en 2011<sup>124</sup> con el fin de que estuviera más acorde con las realidades política, regulatoria y económica del país. Este Código recogía un conjunto de 41 medidas y 79 recomendaciones de adopción voluntaria de mejores prácticas corporativas, estaba dividido en cuatro capítulos a saber: (i) Asamblea General de Accionistas, (ii) Junta Directiva, (iii) Revelación de Información Financiera y no Financiera, y (iv) Solución de Controversias. A continuación se hará una breve explicación de los mismos<sup>125</sup>:

- **Asamblea General de Accionistas:**

Este Código País reconocía a la Asamblea de Accionistas como el órgano supremo del gobierno de las empresas y rescataba su valor como principal mecanismo para proveer de información a los accionistas; por lo tanto, con el ánimo de facilitar la participación de estos en la asamblea, recomendaba el cumplimiento de una serie de procedimientos respecto de la convocatoria, la información que debía estar a

---

<sup>124</sup> Mediante la circular externa 007 de febrero de 2011; uno de sus mayores cambios es la exigencia de que los emisores de valores en todo caso revelen si adoptaron o no las medidas y en caso de que su respuesta sea negativa debe argumentar las razones para no hacerlo.

<sup>125</sup> Lo que sigue se ha extraído de manera directa del Código de Mejores Prácticas Corporativas de 2007.

disposición para la celebración de esta, la claridad y suficiencia de la misma, y la posibilidad que le asistía a los accionistas de incorporar propuestas. También impartía medidas sobre la celebración, la aprobación de decisiones y el trato equitativo e igualitario de los accionistas; en este capítulo el código incluía 11 medidas.

- **Junta Directiva:**

Para el correcto funcionamiento de las sociedades emisoras, el Código País imponía a este órgano colegiado la necesidad de que se reuniera con mayor periodicidad que la Asamblea. Además, puntualizaba que debía haber claridad en sus funciones y por ello rescataba la importancia de un reglamento interno de funcionamiento; también, establecía que esta debía servir de puente de comunicación entre la empresa y los inversionistas, garantizar el respeto a los derechos y la igualdad de estos, velar y responder por la información que es revelada al mercado y verificar el cumplimiento de las prácticas de buen gobierno que se adopten. Las 15 medidas de este capítulo están encaminadas a recomendar el tamaño y la conformación de la junta por personas idóneas para su correcto funcionamiento, sus derechos y deberes, y en general las funciones con las que debe cumplir a cabalidad.

- **Revelación de Información Financiera y no Financiera:**

Con las 13 medidas de este capítulo lo que se buscaba era que las empresas emisoras maximizaran la importancia del principio de transparencia y permitieran a los inversionistas y demás grupos de interés conocer de manera apropiada la situación de la empresa y para así poder contar con los elementos necesarios para tomar decisiones informadas y responsables. Por lo tanto, el Código recomendaba crear puntos de atención que sirvieran de canal de comunicación para los inversionistas, procedimientos que protegiesen a todos los accionistas en la

revelación de información, revelar información transparente y creíble, y dotar a los revisores fiscales de verdadera independencia.

- **Resolución de Controversias:**

Las dos medidas de este capítulo estaban orientadas a que la empresa incluyera, para la solución de conflictos, mecanismos alternos, rápidos y efectivos y que además informase sobre dichos mecanismos.

### **2.1.1 Análisis: nivel de implementación del código país 2007**

Para realizar un seguimiento a la implementación de estas medidas, el Código País incluía la obligatoriedad de diligenciar una encuesta anual bajo el principio “*cumple o explique*”, por lo que la adopción de las medidas era voluntaria; sin embargo, en todo caso el emisor debía informar qué medidas adoptó y frente a las que no adoptó debía explicar por qué no lo hizo. Los resultados de esta encuesta, sirven para analizar de manera comparativa<sup>126</sup> el estado en el que las empresas emisoras se encuentran respecto de las prácticas de buen gobierno corporativo, por lo que en esta parte del trabajo se analizará el nivel aplicación de estas medidas, no sin antes partir de reconocer, como lo hacen Cortés y Arenas, que aunque en Colombia exista un Código de Gobierno Corporativo que aplique a todas las empresas emisoras de valores realizar esta comparación no resulta fácil debido a la inexistencia de un índice de medición<sup>127</sup>, además, de que los temas que abarca el gobierno corporativo son muy amplios y diversos. Para ello se explicarán los resultados obtenidos por

---

<sup>126</sup> Mitchell Nichol Garzón en un artículo que titula “Con miras hacia un futuro transparente”, plantea la importancia de poder comparar las prácticas corporativas de las empresas así: “*examinar las prácticas corporativas que emplea cada empresa y ponerlas en el contexto de una sola valoración, no solo le permite al accionista percibir el valor real de sus acciones y de la empresa en la que invierte, sino que también le permite realizar un estudio comparativo con otras empresas del mismo tamaño y/o industrias similares*”, p. 67.

<sup>127</sup> LAGOS CORTÉS, Diógenes y VECINO ARENAS, Carlos Enrique. Medición de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en Colombia. *En*: Tendencias – Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad de Nariño, Vol. XII, No. 2. 2011, p. 230.

estos autores en su intento de crear un índice de medición para los años 2007 a 2010 y para los demás años se utilizará el informe anual que realiza la Superintendencia Financiera con los resultados de la encuesta.

Cortés y Arenas, con la intención de medir la aplicación de las prácticas de gobierno corporativo en Colombia se adentraron en la tarea de crear un índice de medición que revelara resultados para los años 2007 a 2010. Dichos autores en la creación de un su Índice de Gobierno Corporativo Código País (IGCCP) utilizaron como fuente de datos la encuesta Código País, para lo cual, siguiendo su estructura, agruparon las distintas preguntas en 10 subíndices de gobierno corporativo, los cuales se unen para formar cuatro subíndices, que se corresponden con los cuatro capítulos del Código de Mejores Prácticas Corporativas y así obtener un índice general de gobierno corporativo. Con las características que ellos le asignaron a su índice, pretendieron superar las dificultades referentes a la validez de los mismos respecto de las medidas incluidas, la recolección de la información y la ponderación asignada a cada medida. Para ello, entonces, crearon un índice simple<sup>128</sup>, que incluye únicamente las medidas sugeridas para el mercado de valores colombiano<sup>129</sup> y que al utilizar como base de datos los resultados de la encuesta Código País, hiciera que los problemas relacionados con la veracidad de la información se disminuyeran<sup>130</sup>.

Según los resultados obtenidos, Cortés y Arenas pudieron concluir que las empresas emisoras de valores están lejos de alcanzar altos niveles de aplicación de las prácticas, aunque encontraron una tendencia por parte de las empresas a mejorar sus prácticas y que las empresas con mejores niveles de aplicación de las prácticas son más propensas a seguir mejorando sus índices de gobernanza. De

---

<sup>128</sup> Un índice que no realiza ninguna ponderación al momento de evaluar las medidas.

<sup>129</sup> Medidas a las que se llegó después del estudio, análisis y consenso de varios actores involucrados en el fortalecimiento de los asuntos de gobierno corporativo para el país.

<sup>130</sup> Toda vez que la Superintendencia Financiera de Colombia exige que la información que brinden los emisores se ajuste a los principios de transparencia, integridad y veracidad.

manera sorpresiva encontraron que los niveles más altos de gobierno fueron obtenidos por las empresas del sector de los servicios públicos y no por las del sector financiero, y las que menores índices obtuvieron fueron las del sector real. Según si la empresa emite o no bonos o acciones, observaron que las empresas que emiten títulos valores tienen un mayor interés por mejorar sus prácticas de gobierno corporativo debido a que esto les permitirá atraer con mayor facilidad los recursos del mercado y que aunque al momento de iniciar el análisis las empresas públicas poco se diferenciaban de las privadas en sus prácticas, para los años siguientes notaron que las primeras obtuvieron índices más altos de aplicación.

Su análisis también resulta muy interesante para ver qué medidas han sido más acogidas e implementadas por las empresas y frente a esto observaron que las medidas relacionadas con la asamblea general de accionistas fueron las más implementadas “*en el primer año del periodo analizado se observa un cumplimiento del 68.72%, este porcentaje aumenta a 80.18% en el 2010*”<sup>131</sup>, pero dentro de este subíndice preocupan mucho los bajos niveles obtenidos para el subíndice referido a los derechos de los accionistas y las relacionadas con la resolución de conflictos son las que menor porcentaje de cumplimiento presentan, el subíndice de resolución de controversias para 2007 es de 43.50% y para 2010 de 62.50%. El comportamiento en los subíndices de junta directiva y revelación de información es similar aunque es un poco mayor el de este último; el de junta directiva es de 56.66% en 2007 y 66.20% en 2010, el de revelación de información financiera y no financiera en 2007 es del 57.07% y para 2010 es de 67.23%<sup>132</sup>, tal y como se observa en la siguiente figura:

---

<sup>131</sup> LAGOS y VECINO, Op. Cit., p. 245.

<sup>132</sup> Ibid. p. 245-247.



### Figura 3. Resultados para los subíndices del IGCCP

Tabla 6: Resultados para los subíndices del IGCCP

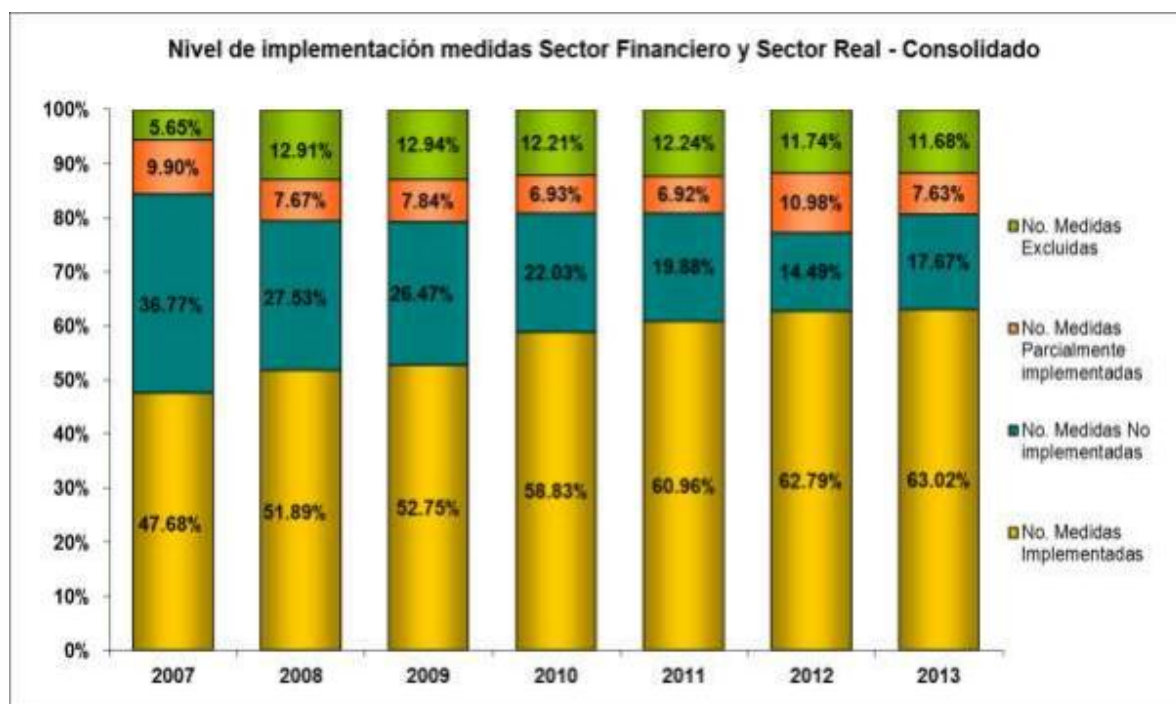
	2007		2008		2009		2010	
	Media	%	Media	%	Media	%	Media	%
Asamblea General de Accionistas (11)	7.56	68.72	8.03	73.00	8.31	75.55	8.82	80.18
Junta Directiva (15)	8.50	56.66	8.89	59.26	9.42	62.80	9.93	66.20
Revelación de Información (13)	7.42	57.07	7.82	60.15	8.14	62.62	8.74	67.23
Resolución de Controversias (2)	0.87	43.50	0.95	47.50	1.08	54.00	1.25	62.50

Fuente: Lagos y Vecino, Op. Cit., p. 246.

Para los años restantes, según la información obtenida en los informes anuales sobre la encuesta Código País<sup>133</sup>, se puede decir que el comportamiento es muy similar, es decir, en todos los años se observa un ligero incremento en la aplicación de las prácticas de gobierno corporativo, siendo hasta este momento el año 2013 con mayores índices. Para 2011, el sector financiero reporta haber adoptado un 69.57% de las medidas, en 2012 un 65.45% y en 2013 un 66.05%. Este sector continua presentando mejores y más altos índices de implementación frente al sector real para el cual sus porcentajes de adopción son en 2011 un 59.11%, 2012 un 61.10% y para 2013 un 61.14%. Lo anterior se puede observar en la siguiente figura:

<sup>133</sup> Los cuales están disponibles en la página de la Superintendencia Financiera: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=10782>

**Figura 4. Nivel de implementación Sector Financiero y Sector Real – Consolidado.**

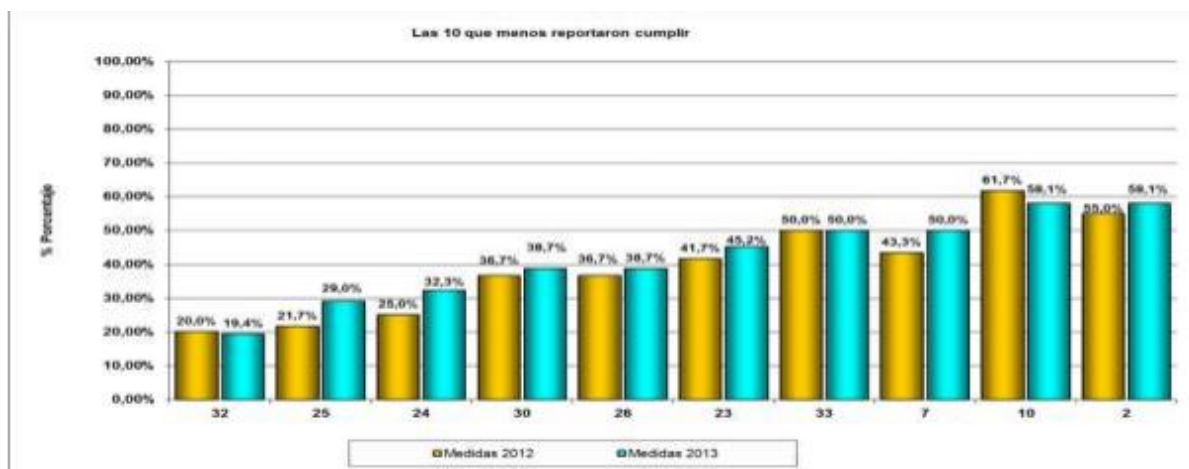


Fuente: Superintendencia Financiera. Informe de 2013, p. 6

Respecto de las medidas que menos se cumplen, también se encuentra una similitud a las planteadas en el estudio de Cortés y Arenas y son aquellas que tienen que ver con la creación de comités de Gobierno Corporativo, la divulgación de información referente a la remuneración que devengan los altos cargos, divulgación de información al mercado y la protección de los accionistas. Como se observa en la siguiente tabla el sector financiero presenta índices más bajos de implementación en las medidas 32, 25, 24, 30, 26 y 25 relativas a la revelación de las políticas aplicables a la remuneración de los miembros de las juntas directivas y el representante legal, que se cree un Comité de Gobierno Corporativo, o un Comité de Nombramientos y Retribuciones que presten apoyo a la Junta Directiva, que se creen procedimientos para salvaguardar los derechos de los accionistas, y que se creen otros comités que presten apoyo en asuntos particulares. En general las

medidas han presentado un incremento de adopción respecto de años anteriores, salvo las que exigen revelar las políticas de remuneración e informar las clases de acciones que emite la sociedad<sup>134</sup>:

**Figura 5. Recomendaciones que menos dicen Implementar los Emisores – Sector Financiero.**



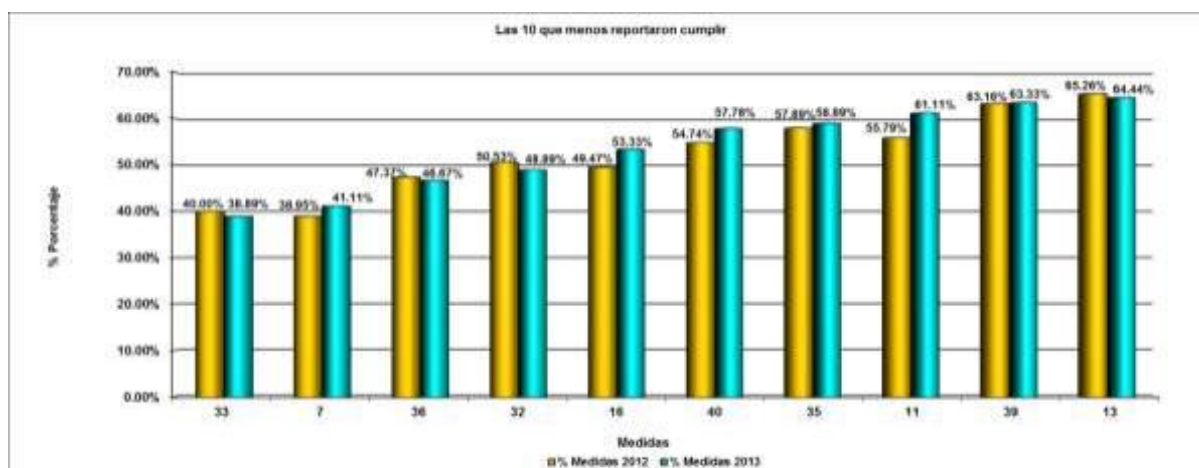
Fuente: Superintendencia Financiera. Informe de 2013, p. 22.

El Informe también indica que, para el sector real las medidas con menos índices de aplicación son las que tienen que ver con la publicación de los contratos entre sus directores y principales ejecutivos que revelen su situación familiar y demás asuntos y la que recomienda hacer uso de medios electrónicos para que los accionistas que no pudieron asistir a la Asamblea puedan participar. Al igual que el sector financiero, este sector mostró un incremento en el cumplimiento de las

<sup>134</sup> file:///C:/Users/usuario/Downloads/informe2013.pdf Informe del año 2013, p. 22 – 23. Recuperado el 2 de abril de 2015

medidas respecto de años anteriores, salvo las medidas 33, 36 y 32<sup>135</sup>; según se muestra en la siguiente figura<sup>136</sup>:

**Figura 6. Recomendaciones que menos dicen Implementar los Emisores – Sector Real.**



Fuente: Superintendencia Financiera. Informe de 2013, p. 23.

En relación con los cuatro temas generales que trabajaba el código, el Informe de 2013 revela que tanto en el sector financiero como en real los porcentajes de implementación están todos por encima del 50% y presentan una tendencia al incremento. El que más dicen implementar es el atinente a la Revelación de Información Financiera y no Financiera, le sigue el de la Junta directiva. Los que menos se cumplen son Resolución de Controversias y Asamblea General de

<sup>135</sup> “Medida No. 32. Se recomienda que los emisores divulguen al mercado las políticas generales aplicables a la remuneración y a cualquier beneficio económico que se conceda a los miembros de la Junta Directiva, el Representante Legal, el Revisor Fiscal, los Asesores Externos y las Auditorías Especializadas. Medida No. 33. Se recomienda que los emisores divulguen al mercado, los contratos entre sus directores, administradores, principales ejecutivos y representantes legales, incluyendo sus parientes, socios y demás relacionados. Medida No. 36. Se recomienda que los emisores divulguen al mercado las hojas de vida de los miembros de las juntas directivas y de los órganos de control interno, y de no existir éstos, de los órganos equivalentes, al igual que de los representantes legales, de tal manera que permitan conocer su calificación y experiencia, con relación a la capacidad de gestión de los asuntos que les corresponda atender”. Circular Externa 028 de 2007. Superintendencia Financiera de Colombia.

<sup>136</sup> *Ibíd.*, p. 23-24.

Accionistas; lo anterior se puede observar en las siguientes tablas, las cuales también muestran de manera histórica los niveles de implementación:

**Figura 7. Nivel de Implementación de las Medidas por Temas - Empresas Sector Financiero.**

CAPITULO	Nivel de Adopción 2007	Nivel de Adopción 2008	Nivel de Adopción 2009	Nivel de Adopción 2010	Nivel de Adopción 2011	Nivel de Adopción 2012	Nivel de Adopción 2013
ASAMBLEA GENERAL DE ACCIONISTAS	40,23%	45,30%	45,88%	53,76%	53,97%	55,45%	55,13%
JUNTA DIRECTIVA	51,36%	60,22%	64,67%	64,71%	67,09%	68,67%	70,11%
REVELACIÓN DE INFORMACIÓN FINANCIERA Y NO FINANCIERA	56,98%	61,03%	63,33%	66,45%	69,23%	70,26%	70,22%
RESOLUCIÓN DE CONTROVERSIAS	30,55%	40,83%	48,33%	58,62%	64,29%	65,00%	68,55%

Fuente: Superintendencia Financiera. Informe de 2013, p. 35.

**Figura 8. Nivel de Implementación de las Medidas por Temas - Empresas Sector Real.**

CAPITULO	Nivel de Adopción 2007	Nivel de Adopción 2008	Nivel de Adopción 2009	Nivel de Adopción 2010	Nivel de Adopción 2011	Nivel de Adopción 2012	Nivel de Adopción 2013
ASAMBLEA GENERAL DE ACCIONISTAS	39,30%	43,50%	45,80%	52,21%	52,76%	55,31%	54,85%
JUNTA DIRECTIVA	47,90%	53,50%	54,20%	58,55%	61,17%	62,11%	62,67%
REVELACIÓN DE INFORMACIÓN FINANCIERA Y NO FINANCIERA	51,10%	53,10%	55,90%	60,02%	62,81%	65,34%	64,87%
RESOLUCIÓN DE CONTROVERSIAS	36,10%	38,90%	39,40%	51,98%	54,64%	57,89%	60,00%

Fuente: Superintendencia Financiera. Informe de 2013, p. 36.

Por último, de acuerdo con un artículo publicado en la Revista Dinero del 27 de enero de 2015, el Gobierno Corporativo continúa siendo una tarea por mejorar en Colombia. A pesar de que Colombia se ubicó en un buen puesto en el ranking de Gobiernos Corporativos que realiza el Banco Mundial<sup>137</sup>, el gobierno corporativo aún es un asunto por trabajar en Colombia pues entre las diez áreas que se examinan,

<sup>137</sup> Colombia obtuvo el puesto 34 de 189 países que se incluyen en el ranking; respecto del año anterior escaló 19 posiciones.

seis no presentan los mejores resultados. Una de las que más preocupa es la relativa a la protección del accionista minoritario, en la cual se evalúan seis subíndices relacionados con la divulgación de información, responsabilidades del gerente, facilidades de los accionistas para demandar la empresa, respeto a los derechos de los accionistas, fortaleza de la estructura de gobierno corporativo y transparencia corporativa. Entre estos subíndices los que menores porcentajes de cumplimiento tienen son los que tienen que ver con el alcance de la responsabilidad del gerente, porque el sistema judicial se encuentra colapsado y por la dificultad para probar negligencia, y los que tienen que ver con el índice de transparencia corporativa, porque Colombia no cuenta con normas que obliguen a las empresas a proveer información sobre la participación de los miembros de sus juntas directivas en otras empresas privadas, ni se obliga a hacer públicas las remuneraciones que perciben los altos cargos<sup>138</sup>.

En síntesis, se rescata y valora lo mucho que ha mejorado Colombia en los asuntos de buen gobierno; sin embargo, se hace imperativo continuar fomentando en todas las empresas prácticas de gobierno corporativo que busquen el cumplimiento de sus principios generales y que los inversionistas se apropien de sus derechos y trabajen por una participación activa, informada y responsable y así poder continuar avanzando hacia una economía más fortalecida.

## **2.2 CÓDIGO DE MEJORES PRÁCTICAS CORPORATIVAS DE 2014 (CIRCULAR EXTERNA 028 DE 2014)**

En el año 2014 la Superintendencia Financiera de Colombia publicó un nuevo Código de Mejores Prácticas Corporativas<sup>139</sup>, el cual en línea con el carácter

---

<sup>138</sup> <http://www.dinero.com/empresas/articulo/gobiernos-corporativos-colombia-buenos-pero-pueden-mejorar/205115>. Recuperado el 24 de marzo de 2015

<sup>139</sup> Este código entró en vigencia el primero de enero de 2015 y desde la fecha dejó sin vigencia el de 2007.

evolutivo de los asuntos del gobierno corporativo pretende hacer frente a las nuevas realidades empresariales y así poder seguir avanzando en la implementación progresiva y eficaz de los principios del gobierno corporativo. Este Código lleva por principal referente los Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo en su edición de 2013<sup>140</sup>.

En este Código, a diferencia del anterior, es un poco más amplia la descripción de sus características<sup>141</sup> entre las que resalta su carácter evolutivo, la idea de estar dirigido a las empresas emisoras de valores<sup>142</sup>, la voluntariedad en la adopción de sus medidas, y la obligación, para las dichas sociedades, de enviar anualmente el Reporte de Implementación de Mejores Prácticas Corporativas, donde informan las medidas que cumplen, así como los mecanismos que han adoptado para ello y frente a las que no, deben informar las razones. Lo anterior sirve para que la sociedad en general pueda evaluar la cultura corporativa de cada empresa<sup>143</sup>.

A continuación se realizará un análisis de los retos que implicará la implementación del nuevo Código, tanto para empresarios como para el Estado y la sociedad en general. Adentrarse en esta tarea se considera de vital importancia, toda vez que lo que se pretende con la implementación del nuevo Código es crear una cultura sólida de Gobierno Corporativo que redundará en beneficio para todos. Antes de presentar dicho análisis se realizará una breve explicación del contenido de estas prácticas<sup>144</sup>:

El nuevo Código País en su estructura formal es muy similar al de 2007. Está dividido en cinco grandes áreas: (I) Derechos y Trato Equitativo de Accionistas, (II) Asamblea General de Accionistas, (III) Junta Directiva, (IV) Arquitectura de Control

---

<sup>140</sup> Código de Mejores Prácticas Corporativas de 2014, p. 2.

<sup>141</sup> Aunque en la mayoría coinciden con las del anterior Código.

<sup>142</sup> Lo anterior no impide que empresas de diferentes tipos que quieran mejorar sus prácticas de gobierno corporativo lo utilicen como guía.

<sup>143</sup> Código de Mejores Prácticas Corporativas, p. 2-5.

<sup>144</sup> Lo que sigue se ha extraído de manera directa del Código de Mejores Prácticas Corporativas de 2014

(el desarrollo de este capítulo es completamente nuevo) y (V) Transparencia e Información Financiera y no Financiera. Contempla 33 medidas y 148 recomendaciones, las cuales se pasarán a describir de manera sumaria:

- **Derechos y Trato Equitativo de Accionistas:**

Reconociendo que este es uno de los aspectos más importantes del gobierno corporativo, el Código País plantea en este capítulo una serie de medidas con las que pretende que los accionistas influyan y participen a través del voto en la sociedad, reciban y soliciten información y que participen en los beneficios económicos de la empresa. De manera general, lo que se busca con estas recomendaciones es no solo reconocer estos derechos sino también consagrar los mecanismos necesarios para su ejercicio en un marco de equidad e igualdad. Para ello, establece el principio de igualdad de trato, el derecho a acceder a información clara, precisa y completa<sup>145</sup>, que no se haga uso indebido de la información privilegiada, que la empresa divulgue los procedimientos con los que cuenta para que los accionistas ejerzan sus derechos y que se planteen en los estatutos mecanismos alternos de solución de conflictos.

- **Asamblea general de accionistas:**

Además de reconocer a la Asamblea general de accionistas como el medio que tienen los accionistas para acceder a información, el nuevo Código País establece que la función clave de este organismo es la de servir de herramienta de control de la marcha y el devenir de la empresa. En consecuencia, adopta un conjunto de medidas dirigidas a potencializar su papel y que permitan a los accionistas participar de manera activa y razonada en la toma de decisiones. En ese sentido, consagra la

---

<sup>145</sup> Aquí se resalta mucho la facilidad con la que los accionistas puedan acceder a la información y propone como medidas que las empresas creen páginas web corporativas o canales permanentes de acceso a la información.



obligación de tener en los estatutos las funciones y competencias de este órgano, así como contar con un reglamento. Plantea todo lo relacionado con la forma, el cuándo y el cómo se debe realizar la convocatoria para la celebración de la asamblea, refuerza el derecho de información de los accionistas y regula los asuntos de la representación.

- **Junta Directiva:**

En este capítulo el Código regula de manera detallada el funcionamiento de la Junta Directiva, pues su labor como órgano administrativo de la sociedad resulta de vital importancia para el correcto funcionamiento de la empresa y aunque no desee promover un modelo único, puntualiza las tareas de definición estratégica, supervisión y control del giro ordinario de los negocios que no podrán ser delgadas. Establece la importancia de un reglamento, la dimensión y conformación del órgano, procedimientos para lograr sus objetivos o para designar sus miembros o retirarlos por su falta de competencia, organiza las funciones del presidente y el secretario de la Junta, establece la necesidad de crear comités permanentes o temporales de apoyo a las labores de la Junta, entre los que incluye un comité de riesgo, uno de gobierno corporativo, uno de auditoría, uno de nombramientos y retribuciones, entre otros. También contempla los procedimientos y medidas a seguir para solucionar conflictos de intereses, la obligación de divulgar el salario del presidente y de la alta gerencia y la obligación respecto de los conglomerados de que todo este coordinado entre la empresa matriz y sus filiales.

- **Arquitectura de control:**

El Código País en este capítulo presenta la arquitectura de control como un sistema integral mediante el cual la empresa organiza su estructura, políticas y procedimientos para proveer de seguridad razonable el logro de los objetivos de la empresa. Esta se divide en 5 áreas: (I) Ambiente de control: define la filosofía de la

empresa con relación a la administración de los riesgos y su control; (II) Gestión de riesgo: coordina la identificación y gestión del riesgo; (III) Actividades de control: describe políticas y procedimientos que garantizan una ejecución adecuada y oportuna de las respuestas a los riesgos; (IV) Información y comunicación: entiende la comunicación como un elemento necesario para el correcto funcionamiento de la arquitectura de control; y (V) Monitoreo: la evaluación, realizada por auditores internos y externos, asegurará un eficaz funcionamiento del sistema.

- **Transparencia e información financiera y no financiera:**

El Código País en este asunto plantea que la revelación de información<sup>146</sup> es el principal puente de comunicación entre la empresa emisora, su grupo de interés y con el mercado en general y que la transparencia es un pilar del gobierno corporativo, por lo que se ha migrado de reconocerla como un derecho de los accionistas y demás interesados, a un deber de las empresas. Entre las medidas que plantea, está la de crear una política de revelación de información, que la información dirigida al mercado sea amigable y que se realice un informe anual sobre gobierno corporativo.

### **2.2.1 Análisis: retos que impone la implementación del nuevo Código País 2014.**

Análisis de los retos que impondrá la implementación del Código País de 2014 a empresarios, el Estado y los accionistas:

**Reto número uno: trato igualitario a los accionistas.** En línea con los principios de la OCDE y los lineamientos de la CAF, el nuevo Código País dedica su primer capítulo a desarrollar medidas que reconocen la importancia de brindar un trato

---

<sup>146</sup> El Código es claro en reconocer que la información que plantea que se divulgue en este capítulo difiera de la que tienen derecho a conocer los accionistas en el ejercicio de su derecho inspección y vigilancia.

equitativo a los accionistas, sin importar si son mayoritarios o minoritarios, con relación al ejercicio de sus derechos políticos y económicos<sup>147</sup>, y el acceso a la información. Las medidas relacionadas con el acceso a la información y los mecanismos que debe establecer la sociedad para garantizar su efectiva consulta constituyen retos independientes que se estudiarán más adelante. Por ahora resulta importante analizar la medida que impone a la sociedad brindar un trato igualitario a todos los accionistas que se encuentren dentro de las mismas condiciones que igualmente tienen grandes implicaciones en el gobierno de la entidad.

En principio podría decirse que esta medida no genera mayor inconveniente para los emisores de valores, por cuanto los derechos que confieren las acciones a sus titulares son los mismos sin importar la cantidad que se adquiera. Sin embargo, la realidad del mercado de valores colombiano exige que se analicen otros aspectos.

En primer lugar, la propiedad accionaria de las compañías listadas en Colombia se concentra en los principales conglomerados financieros, fondos de pensiones, establecimientos de crédito y, en general, inversionistas institucionales que controlan mayoritariamente las actuaciones de estas entidades, definen sus proyectos y toman sus decisiones a largo plazo. Al respecto, Federico Pachón citando a Gutiérrez Velandia indica:

(...) el porcentaje de propiedad de las acciones en el mercado colombiano está altamente concentrado (74%), pero la situación es aún más preocupante, pues debido a vacíos legales en la materia, el grado de la

---

<sup>147</sup> El Código de Comercio en su artículo 379 establece que los accionistas de una sociedad anónima tienen los siguientes derechos:

- 1) Participar en las deliberaciones de la asamblea general de accionistas y votar en ella;
- 2) Recibir una parte proporcional de los beneficios sociales establecidos por los balances de fin de ejercicio, con sujeción a lo dispuesto en la ley o en los estatutos;
- 3) Negociar libremente las acciones, a menos que se estipule el derecho de preferencia en favor de la sociedad o de los accionistas, o de ambos;
- 4) Inspeccionar, libremente, los libros y papeles sociales dentro de los quince días hábiles anteriores a las reuniones de la asamblea general en que se examinen los balances de fin de ejercicio, y
- 5) Recibir una parte proporcional de los activos sociales al tiempo de la liquidación y una vez pagado el pasivo externo de la sociedad.

extensión de concentración real es mayor puesto que existen grupos de accionistas beneficiados que no varían de una empresa a la otra. Como consecuencia de dichos vacíos normativos se hace mucho más compleja la entrada de nuevos inversionistas<sup>148</sup>.

El alto grado de concentración de la propiedad en una compañía puede interpretarse por algunos potenciales inversionistas como una barrera y un elemento negativo que deberá considerarse al momento de realizar una inversión, toda vez que sentirán que la participación que adquieran no bastará para desempeñar un papel activo en la sociedad, ni para que las ideas que expresen a la administración sean estudiadas con detenimiento, pues en últimas la toma de decisiones se encuentra en cabeza de los accionistas mayoritarios quienes pueden estar favoreciendo sus propios intereses. Así mismo, el hecho de que sean pocos los inversionistas que controlen una compañía, incrementa el riesgo de transferencia y uso de información privilegiada<sup>149</sup>, pues al existir intereses y negocios compartidos entre los socios mayoritarios, podrían darse casos en los que uno de ellos conozca información con anterioridad o de forma más exacta a como es revelada al mercado y demás inversionistas. Lo anterior también influye en las operaciones y contratos que celebra una sociedad con su accionista mayoritario, que podría no estar atendiendo el beneficio exclusivo de la entidad.

Así las cosas, esta medida implica que los administradores de una compañía listada, además de dar cumplimiento a lo establecido en el régimen de administradores contenido en el libro II del Código de Comercio y en la Ley 222 de 1995<sup>150</sup>, sean

---

<sup>148</sup> VÉLEZ PACHÓN, Op. Cit., p. 390.

<sup>149</sup> La Circular Externa 100-006 de 2008, expedida por la Superintendencia de Sociedades, define la información privilegiada como aquella a la cual solo tienen acceso directo ciertas personas, en razón de su profesión u oficio, la cual por su carácter, está sujeta a reserva, ya que de conocerse podría ser utilizada con el fin de obtener beneficio para sí o para un tercero. Se considera que hay uso indebido de la información privilegiada cuando quien la posee y está en la obligación de mantenerla en reserva, la suministra a quienes no tienen derecho a conocerla, cuando la use para su beneficio, entre otros.

<sup>150</sup> A modo de ejemplo, la Superintendencia de Sociedades ha indicado que pueden constituir tratamientos inequitativos y violatorios del deber de trato igualitario: el permitir la entrada a las instalaciones sociales solo para ciertos socios, el celebrar reuniones privadas exclusivas con algunos asociados sin oportunidad de asistencia de los otros, o el favorecer a un grupo de asociados por

aún más rigurosos con el trato que debe darse a la información, la oportunidad con que se deben divulgar los hechos relevantes al mercado y el respeto por los derechos de todos los accionistas que debe estar acompañando cada una de sus acciones.

**Reto número dos: revelación de información a los accionistas.** El capítulo relacionado con Derechos y Trato Equitativo de los accionistas así como el de Asamblea General de Accionistas traen medidas y recomendaciones referentes a la información con la que deben contar los accionistas, entre ellas está la medida No 2 que exige que la sociedad de a conocer al público con claridad, plenitud e integridad las distintas clases de acciones que emite y los derechos y obligaciones que estas generan; la medida No 3 obliga a la sociedad a explicar de manera completa las operaciones que puedan generar dilución del capital; la medida 4 recomienda promover el principio según el cual la *“información debe ir al accionista y no que los accionistas tengan que ir a la información”*<sup>151</sup> y para ello pide que la sociedad cuente con una página web corporativa, en la que se revele información relevante, que existan mecanismos de acceso permanente y de uso exclusivo de los accionistas y se presenten resultados trimestrales. La medida No 10 que regula la convocatoria de la asamblea, al reglamentar el derecho de información de los accionistas<sup>152</sup>, impone la necesidad de que la sociedad utilice medios electrónicos de comunicación y que el orden del día sea completo y preciso. Estas recomendaciones buscan ante todo que el derecho a la información de los accionistas más que un derecho, sea un deber, una obligación de las empresas.

Cumplir con dichas medidas se plantea como un desafío para las empresas emisoras toda vez que según lo menciona Gonzalo Gómez Betancur<sup>153</sup> se tiene la

---

medio de la realización de operaciones, sin que existan argumentos objetivos y razonables para dicho trato. (Circular Externa 100-006 de 2008).

<sup>151</sup> Código de mejores prácticas corporativas de 2014, p. 6.

<sup>152</sup> Puede equivalerse con el derecho de inspección de los accionistas el cual pueden ejercer durante el tiempo de la convocatoria.

<sup>153</sup> Director de Executive Education Inalde Business School, Universidad de La Sabana.

creencia de que “*a menor información al accionista, mayor rentabilidad*”<sup>154</sup>; sin embargo, después de una larga investigación<sup>155</sup> pudo concluir que la rentabilidad de una empresa es mayor cuando sus accionistas cuentan con suficiente información. Se puede suponer que esto es así porque un accionista correctamente informado puede tomar decisiones más conscientes y razonables para la empresa y sus negocios; ya se ha dicho en varias ocasiones que el inversionista debe tomar conciencia de la importancia de su activa participación en la vida de la empresa, toda vez que su íntegra actuación en la Asamblea de accionistas, órgano soberano y supremo del gobierno de la empresa, le permitirá opinar en su marcha y lograr una mayor rentabilidad de la misma.

Estas medidas exigen un verdadero compromiso de las empresas, reclama la existencia de canales abiertos y accesibles<sup>156</sup> de comunicación y a su vez un empoderamiento por parte de los accionistas de su función y papel dentro del andamiaje de la empresa y que sus votos sean inteligentes y adecuados a las necesidades de la empresa y del mercado. En todo caso, lo anterior no debe resultar difícil si se tiene en cuenta que el Código mismo reconoce, dentro de las recomendaciones de la medida No 4, que la información que se revele no debe ser confidencial, o relativa a secretos industriales o que pueda ser utilizada en perjuicio de la sociedad. Además, todo lo anterior potencializa un mercado más transparente y por ende más atractivo a los inversionistas.

**Reto número tres: mecanismos y procedimientos para materializar derechos de los accionistas.** Se ha mencionado antes que el primer capítulo del Código

---

<sup>154</sup> <http://www.dinero.com/opinion/columnistas/articulo/mitos-del-gobierno-corporativo/205335>.

Recuperado el 02 de abril de 2015

<sup>155</sup> Titulada Prácticas de Gobierno Corporativo y su Influencia en el Desempeño de Empresas Familiares y no Familiares en Colombia. Esta investigación será presentada este año en Hamburgo, en el marco de IFERA, evento especializado en la temática de empresa familiar.

<sup>156</sup> Es fácil notar que el acceso sencillo a la información es una de las metas que pretende alcanzar el Código País de 2014 pues en todo momento está recomendando la necesidad de que las empresas hagan uso de la tecnología para que se maximice el acercamiento a la información y de que cuenten con canales permanentes de información.

País, titulado Derechos y Trato Equitativo a los accionistas, reconoce la importancia de un trato igualitario y que dentro de los asuntos que regula, está el referente a los mecanismos y procedimientos con los que debe contar la empresa, para la materialización efectiva de los derechos que reconoce. Entre ellos se destaca la medida No 4, cuyas recomendaciones establecen la necesidad de que exista un procedimiento, que permita a los accionistas saber los pasos a seguir cuando deseen solicitar auditorías especializadas sobre asuntos que consideren relevantes.

Resulta vital que la empresa cuente con estos mecanismos, ya que una de las mayores metas que plantean los asuntos de gobierno corporativo, es que los accionistas no solo conozcan sus derechos, sino que los puedan ejercer, pues no basta con que las normas estén escritas y existan, sino que es necesario que se lleven a cabo en la realidad. Para ello se requieren mecanismos que garanticen su efectividad. Finalmente se considera que la consagración de estos procedimientos es esencial y debe constituir una prioridad de la empresa pues ayuda a la generación de confianza del inversionista, quien solo estará dispuesto a invertir si percibe circunstancias justas y proporcionales para el ejercicio de sus derechos. Protegerlos resulta de vital importancia, porque son estos quienes aportan los recursos para el crecimiento y expansión de la empresa<sup>157</sup>.

**Reto número cuatro: efectividad de los mecanismos alternos de solución de conflictos.** Entre las recomendaciones que plantea el Código País y como un asunto de protección a los inversionistas está la medida No 7, que impone que las sociedades establezcan en sus estatutos mecanismos alternativos para la resolución de controversias como el acuerdo directo, la amigable composición o la conciliación. Lo anterior se considera razonable y muy acorde con la realidad colombiana que muestra una jurisdicción lenta, colapsada y poco eficiente. Sin embargo, esto podría generar problemas o vulneraciones al derecho de acceso a la

---

<sup>157</sup> MARULANDA GÓMEZ, Eugenio. Mercado de valores en América Latina. En: Claves del gobierno corporativo. Centro nacional de gobierno corporativo. p. 17.

administración de justicia<sup>158</sup>, pues los costos que se derivan de hacer uso de estos mecanismos alternos no se consideran propiamente bajos, por lo que el reto en este caso va dirigido de manera especial al Estado y la administración de justicia, que deben preocuparse por resguardar los derechos de los accionistas y propender por un mercado financiero más estable, confiable, transparente y rentable a través de un sistema de administración de justicia mucho más eficiente.

Frente al conflicto planteado se considera que estos mecanismos alternos están reconocidos legalmente y son legítimos, siempre que se llegue a ellos no de manera obligada sino voluntaria. Dicha voluntad, en este caso es manifestada cuando cláusulas de este tipo se incluyen en los estatutos<sup>159</sup>, o cuando un socio nuevo acepta la existencia de esta. Por otro lado, la condición de socio minoritario no implica necesariamente carencia de recursos, además, si se considera que en el mundo económico el tiempo es dinero, a la larga los costos podrían ser equiparables. Por último, se entiende que la Superintendencia de Sociedades ha venido trabajando en el asunto y en el último año ha abierto espacios a bajos costos de conciliación y arbitraje<sup>160</sup>.

**Reto número cinco: plazo para la convocatoria a la asamblea general de accionistas.** Se ha indicado que este Código pretende fortalecer el derecho de los accionistas a estar bien informados y para ello una medida que resulta especial es la No 10, por establecer como plazo mínimo para la convocatoria a la asamblea general de accionistas 30 días comunes. Esta recomendación se estima muy importante porque, si bien no implica, de manera necesaria, que se amplíe también el término para el ejercicio del derecho de inspección, podría motivar a las empresas

---

<sup>158</sup> Artículo 229 de la Constitución Política.

<sup>159</sup> Respecto de este asunto resulta relevante comentar que sigue persistiendo la dificultad frente a los accionistas minoritarios que no están de acuerdo con la decisión pero no alcanzan a contar con el porcentaje de votos necesarios para la misma no sea adoptada.

<sup>160</sup> <http://www.dinero.com/empresas/articulo/gobiernos-corporativos-colombia-buenos-pero-pueden-mejorar/205115>. Recuperado el 2 de abril de 2015



emisoras para que así lo hagan<sup>161</sup>. Con un plazo para ejercer el derecho de inspección más amplio, los accionistas e interesados podrían informarse mejor sobre todo lo que deben saber para tomar decisiones responsables y conscientes. Por tanto, constituiría un mecanismo para materializar la realización de los derechos consagrados en este código y demás normas.

Esto se valora como un reto porque exige mayor compromiso por parte de las empresas, más si se considera que el tiempo estipulado antes era de 15 días hábiles. Estas deberán preocuparse por contar con personal idóneo que cumpla a cabalidad con sus funciones y tengan a disposición de los accionistas toda la información necesaria para que los mismos puedan ejercer su derecho de inspección e informarse sobre los asuntos relevantes para adecuadas tomas de decisión.

**Reto número seis: fortalecer el papel de la junta directiva.** En relación con la Junta Directiva, el Código País plantea recomendaciones con las que pretende robustecer su labor dentro de la empresa, pues considera que como órgano colegiado encargado de la dirección y administración de la misma, debe reunirse al menos una vez al mes, contar con funciones que estén claramente descritas, miembros idóneos, responsables y más comprometidos con la administración de la sociedad<sup>162</sup> y la creación de comités, sean permanentes o temporales, que le presten apoyo a la Junta en la definición de estrategias y planes respecto de asuntos más especializados. Lo anterior se considera notable toda vez que exigir a las

---

<sup>161</sup> Al respecto, se puede mencionar como ejemplo la convocatoria a asamblea general de accionistas del Grupo Argos. La citación, para celebrar la asamblea, se realizó el día 23 de febrero de 2015; en ella se indicó la posibilidad de ejercer el derecho de inspección a partir del 24 de febrero. Por lo tanto, a 25 de marzo de 2015, fecha establecida para la celebración de la misma, hay un plazo de 30 días calendario. El contenido de la convocatoria puede consultarse en el siguiente link: [https://www.superfinanciera.gov.co/web\\_valores/?LO=00000001a6b7c8d9000000030000000900018cb24c22252c00000000001ffff0&type=application/pdf](https://www.superfinanciera.gov.co/web_valores/?LO=00000001a6b7c8d9000000030000000900018cb24c22252c00000000001ffff0&type=application/pdf)

<sup>162</sup> En relación con esto se hace necesario mencionar que este Código trae un número mayor de funciones en cabeza del presidente de la Junta directiva que a su vez se plantean como indelegables y se asemejan más al concepto inglés de *chairman*.

Juntas Directivas que se reúnan con mayor frecuencia, que cuenten con comités de apoyo y que estén conformadas por profesionales idóneos, fomenta la posibilidad que estas tomen decisiones conscientes y acordes a las necesidades de la empresa y por ende mejoren su rentabilidad.

Respecto a las calidades de sus integrantes, el Código exige que sean profesionales competentes, no solo por su experiencia sino también por los conocimientos técnicos que deben poseer, especialmente en temas financieros y de auditoría; los requisitos que deben cumplir estas personas están orientados a garantizar la efectividad del directorio en cuanto al adecuado logro de sus tareas. Además de enfatizar en las habilidades de sus miembros, el Código advierte de la necesidad de informar, a los accionistas y demás interesados, los perfiles profesionales de los candidatos, para que estos estén en condiciones de elegir los más idóneos, de acuerdo a las necesidades de la empresa. También, plantea que la empresa cuente con un procedimiento interno para evaluar posibles inhabilidades e incompatibilidades legales que pueda presentar el aspirante y la competencia del mismo para responder a las decisiones, cada vez más especializadas, que debe asumir la compañía.

El reto que deriva de este conjunto de medidas radica en que este órgano se apropie de la relevancia de su papel y que las personas que lo integran se involucren en sus funciones y trabajen por una Junta Directiva responsable e idónea. Contar con comités de apoyo resulta indispensable para que la Junta pueda actuar con mayor conocimiento y entendimiento de las necesidades de la empresa y así, tomar decisiones más beneficiosas para esta y sus inversionistas. El correcto funcionamiento de este órgano garantiza que se definan adecuadas estrategias que luego el gerente va a poder desarrollar en el giro ordinario de los negocios de la empresa.

**Reto número siete: fortalecer el papel del presidente de la junta directiva.** En línea con lo anterior, las medidas 18.1, 19.6 y 19.7 buscan que el presidente de la junta directiva adquiera un protagonismo aún mayor en la gestión y administración de la sociedad, al señalar una serie de responsabilidades que claramente intensifican su papel y le exigen un alto grado de compromiso con los asuntos de la compañía.

Todas las responsabilidades que se encomiendan implican retos para la misma sociedad y, en especial, para el presidente de la junta, claro ejemplo de ello, son las que pretenden que él sea el encargado de coordinar y planificar el funcionamiento de la junta directiva; o que sea él quien presida las reuniones y maneje los debates. Evidentemente, este tipo de responsabilidades implica que quien ocupe este cargo deberá dedicar una mayor cantidad de tiempo en preparar y estudiar los asuntos propios de la compañía, así como desempeñar un papel más activo y diligente, con el fin de estar en la capacidad de estructurar, planificar y vigilar la estrategia anual de la junta directiva.

De la misma manera, responsabilidades como preparar el orden del día, realizar la convocatoria a los demás miembros y monitorear su participación activa en las reuniones, podrá resultar no solo inusual para algunos presidentes, sino inclusive, convertirse en desafíos, toda vez que, como quedó en evidencia en el caso Interbolsa, la realidad de muchas empresas colombianas ha demostrado que algunos directores optan por desempeñar un papel pasivo, donde sus funciones se limitan a la toma de decisiones con base en la información que ha sido previamente proporcionada por la alta gerencia o asesores externos.

**Reto número ocho: implementación de un sistema de control.** En su búsqueda por alinear el gobierno corporativo colombiano a las tendencias internacionales, el

nuevo Código País se basa en los lineamientos de COSO<sup>163</sup> para incorporar un nuevo capítulo que no se encontraba en la Circular Externa 028 de 2007, denominado “Arquitectura de Control”, el cual por el solo hecho de haber sido recién incorporado, constituye un desafío para las compañías, quienes deberán reforzar sus sistemas de control interno e implementar mecanismos y políticas que permitan una adecuada identificación, comprensión y gestión de los riesgos.

Evidentemente, hay algunas medidas que no exigen mayores retos para las empresas, toda vez que ya han sido implementadas y que por tanto solo requieren una adecuación a los nuevos lineamientos. Es común encontrar compañías que ya han implementado y conocen claramente sus políticas de riesgos, han identificado las áreas responsables de los controles y han establecido diversos mecanismos que les permiten llevar a cabo una adecuada vigilancia y control de los riesgos. Sin embargo, lo que resulta más novedoso y que implica un verdadero reto, son las medidas que tienen alcance con el conglomerado como las medidas No 25 y 26, que exigen que el sistema de arquitectura de control se caracterice por ser consolidado, por contribuir a la cohesión y control de las sociedades que lo conforman y, en general, que sus políticas le sean comunes a todo el conjunto.

Con estas medidas, la Superintendencia Financiera busca que los grupos empresariales construyan una estructura de control con alcance consolidado, lo que se convierte en una tarea notoriamente compleja por las siguientes razones:

- Actualmente, algunas empresas matrices en Colombia, pueden tener hasta 100 compañías bajo su control, muchas de las cuales están domiciliadas en el extranjero y se rigen bajo normatividad diferente. Esto puede llevar a que una entidad tenga que desarrollar lineamientos en materia de riesgos mucho más

---

<sup>163</sup> Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.

complejos que los de su matriz, o incluso no podrían adoptarlos por prohibición de su ordenamiento.

- La figura del Gerente de Riesgos con competencia a nivel del conglomerado, implicará la creación de un área lo suficientemente amplia y bien estructurada que esté en capacidad de realizar una supervisión general a toda la organización, lo que implica un gran desafío en términos financieros e intelectuales. Así mismo, contar con una arquitectura de control centralizada puede afectar la independencia que debe caracterizar a cada entidad jurídica.
- A pesar de existir unidad de propósito y dirección entre las empresas que constituyen un grupo empresarial, los negocios y actividades que cada una desempeña usualmente difieren entre sí, por lo que será difícil implementar un sistema que identifique y controle la totalidad de los riesgos a los que la organización se ve expuesta.

Así mismo, el nuevo Código País trae medidas con alcance de conglomerado que no se relacionan exclusivamente con la arquitectura de control, tal como la medida No 30, que exige que en los casos de grupos empresariales, la revelación de información a terceros debe ser integral y transversal y debe referirse a todo el conjunto de empresas, con el fin de que los terceros puedan formarse una idea sobre la dimensión, complejidad y modelo de todo el conglomerado.

Esta medida exige por parte de todas las compañías que componen el grupo empresarial, implementar mecanismos de transmisión de información que sean efectivos y eficientes, con el fin de que toda la organización pueda conocer en tiempo real, los hechos relevantes que ocurren dentro de la misma. Todo con el propósito de garantizar la transparencia hacia los accionistas, inversionistas y demás grupos de interés, quienes deben estar suficientemente enterados de la situación financiera y no financiera de las compañías.

De la misma manera, la medida No 6 buscando que se dé un trato más equitativo con los accionistas de menor participación, y para fomentar la transparencia por la que se deben regir las actuaciones de la matriz, propone la suscripción de un acuerdo entre la sociedad controlante y sus subordinadas, de carácter público y aprobado por la Junta Directiva de cada una de las empresas que conforman el conglomerado, donde se establezcan las condiciones en las cuales se celebran sus operaciones, los responsables de cada entidad, se prevean mecanismos para resolver los posibles conflictos de interés, y se regulen otros aspectos relevantes para la comunicación e interacción entre las compañías.

Un acuerdo de esta naturaleza puede significar un desafío para los conglomerados con estructuras grandes y complejas, pues regular la totalidad de relaciones que surgen a diario entre estas empresas se convierte en una difícil tarea que implicará mayores compromisos por parte de quienes intervienen en estos procesos.

**Reto número nueve: revelación de honorarios.** El nuevo Código País trae algunas recomendaciones que buscan revelar la remuneración de los miembros de la junta directiva. Esta es una tendencia que ha venido adquiriendo cada vez más fuerza<sup>164</sup>, y que exige a las empresas informar a los accionistas y al público en

---

<sup>164</sup> Estados Unidos es uno de los referentes obligados al analizar el tema de la compensación de los altos ejecutivos, toda vez que la regulación vigente exige a las empresas listadas en bolsa, que describan detalladamente los criterios y las políticas que utilizan para determinar la remuneración de sus directivos. Esta información es revelada por las compañías a través de sus informes anuales, y por medio de los reportes que se remiten periódicamente a la SEC.

En este país, la Ley Dodd-Frank, que fue expedida en junio de 2010, busca brindar mayor transparencia y confianza a su sistema financiero, para lo cual establece como un derecho de los accionistas, el pronunciarse acerca de la remuneración de la alta gerencia. Este derecho se conoce como say-on-pay, y si bien, la opinión que expresan los accionistas en principio no es vinculante para la compañía, muchas se han esforzado en brindar información suficientemente clara, completa y justificada, con el fin de que estos emitan su aprobación a los métodos, fórmulas y montos establecidos como compensación de la alta gerencia.

En desarrollo de lo establecido en esta Ley, en el año 2011, la SEC tomó las siguientes determinaciones relacionadas con el say-on-pay: (1) las compañías deben permitir el ejercicio del derecho say-on-pay a sus accionistas, como mínimo una vez cada tres años, según la decisión que ellos mismos hayan adoptado; y (2) una vez cada seis años los accionistas deben decidir la

general los salarios y bonos que reciben sus directores y miembros de la alta gerencia por los servicios que prestan a la compañía. Todo con el propósito de reforzar la transparencia y el respeto a los derechos de los accionistas.

En la medida 23 se propone que los emisores adopten políticas claras donde se identifique cuáles son los componentes de los honorarios de los directores. Así mismo, se busca que la retribución de los miembros independientes no sea variable ni dependa del valor de la acción. Sin embargo, las medidas que mayor controversia generan son aquellas que buscan que la asamblea general de accionistas sea el órgano que apruebe el costo máximo de la junta directiva, y que el costo efectivo total sea publicado en la página web del emisor. Con relación a la alta gerencia, también se propone que su remuneración se revele mediante el informe anual de gobierno corporativo.

Claramente esta información resulta sensible. Tal y como se evidenció con las crisis de 2001 y 2008 en Estados Unidos, los altos ejecutivos continuaban ganando millonarias sumas, mientras la empresa entraba en un colapso financiero. De igual forma, revelar los honorarios de estas personas, implica que los mismos sean comparados con los salarios de los demás trabajadores de la empresa, pudiendo resultar en amplias diferencias que dan lugar a críticas y reproches.

La transparencia que exigen estas recomendaciones busca que los directivos ganen sumas proporcionales al desempeño de la compañía en el largo plazo y a las labores que efectivamente realizaron, y en caso de que la remuneración se considere desproporcionada, la misma pueda ser evaluada para el siguiente periodo e incluso reducida. Sin embargo, un estudio realizado por profesores de la Universidad de Cambridge demostró que a mayor transparencia los sueldos

---

frecuencia en que quieren ejercer el derecho say-on-pay, teniendo como opciones hacerlo cada uno, dos o tres años (Securities and Exchange Commission. "SEC Adopts Rules for Say-on-Pay and Golden Parachute Compensation as Required Under Dodd-Frank Act". 2011. Disponible en: <https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-25.htm>).

aumentan, esto se debe a que las buenas prácticas de gobierno corporativo exigen a las compañías la creación de políticas detalladas que permitan determinar una remuneración adecuada para los directivos, además de recomendar la contratación de consultores externos que asesoren a la junta directiva o al órgano correspondiente sobre el monto a pagar a los administradores.

El estudio reveló que cuando las compañías contratan por primera vez a una firma de consultores, la compensación de la alta gerencia muestra un aumento del 7.5% en comparación con otras empresas del mismo sector, mientras que si el pago depende exclusivamente del criterio de la junta directiva, este va ser mucho menor al recomendado por los consultores<sup>165</sup>. Jenny Chu, Jonathan Faasse y P. Raghavendra Rau, autores del estudio, concluyen que en la mayoría de los casos, la transparencia que aporta hacer este tipo de revelaciones es positiva, sin embargo *“cuando los consultores y otras personas la usan como arma en una carrera alcista de compensaciones, deben de plantearse algunas preguntas, así sean incómodas”*<sup>166</sup>.

En el caso colombiano, estas recomendaciones implican un reto para los emisores pues significa acabar con la concepción de que esta información es privada y que no puede ser de dominio público. Además revelar datos de esa naturaleza podría crear riesgos para cada uno de los directores y miembros de la alta gerencia, pues al devengar salarios y honorarios de gran cuantía, podrían convertirse en un blanco para organizaciones criminales que desafortunadamente constituyen un fenómeno bastante común en Colombia. Así pues, los emisores deberán ponderar las ventajas que traería ser una compañía más transparente, con los eventuales peligros que puedan generarse al revelar esta información.

---

<sup>165</sup> <http://m.dineroenimagen.com/node/47876>. Recuperado el 3 de abril de 2015

<sup>166</sup> *Ibíd.*



De otro lado, es importante analizar si revelar este tipo de información constituiría una vulneración al derecho a la intimidad y al habeas data de estas personas. Haciendo un análisis acerca de la naturaleza de los datos contenidos en el Registro Único de Seguros, la Corte Constitucional en sentencia C-640 de 2010 indicó:

(...) el derecho a la intimidad permite y garantiza en los asociados, el poder contar con una esfera o espacio de vida privada no susceptible de la interferencia arbitraria de las demás personas, que al ser considerado un elemento esencial del ser, se concreta en el derecho a poder actuar libremente en la mencionada esfera o núcleo, en ejercicio de la libertad personal y familiar, sin más limitaciones que los derechos de los demás y el ordenamiento jurídico. En ese orden de ideas, y al no ser un espacio que forme parte del dominio público, obedece al estricto interés de la persona titular del derecho y por consiguiente no puede ser invadido por los demás. Por esta razón, ese espacio personal y ontológico, sólo "puede ser objeto de limitaciones" o de interferencias "en guarda de un verdadero interés general que responda a los presupuestos establecidos por el artículo 1o. de la Constitución". La jurisprudencia de la Corte Constitucional tal y como se ha dicho, ha señalado que el derecho a la intimidad es entonces inalienable, imprescriptible y solo susceptible de limitación por razones legítimas y debidamente justificadas constitucionalmente.

Resulta claro que cualquier tratamiento que se haga de la información personal de un individuo deberá estar enmarcado dentro de los límites que establezcan la Ley y la Constitución. Así, en el caso de la remuneración de los administradores de una sociedad, la Superintendencia Financiera pretende que la misma se revele con miras a satisfacer un fin legítimo y de igual valor como lo es la transparencia, la seguridad y confianza en el mercado de valores colombiano, y garantizar el respeto por los derechos de los accionistas y demás grupos de interés.

Aunado a lo anterior, es fundamental conocer si el salario constituye un dato público, semiprivado, privado o sensible, pues de ello dependerá que se requiera, además de obedecer a un fin legítimo, la autorización expresa de su titular para proceder con su divulgación. La Ley 1581 de 2012 y el Decreto Reglamentario 1377 de 2013 desarrollan el derecho fundamental al habeas data y la posibilidad que tienen las personas naturales de conocer, actualizar y rectificar sus datos personales. Así

mismo la Ley 1266 de 2008 reguló todo lo concerniente a los datos de carácter financiero, y en su artículo 3° define los conceptos de dato privado y semiprivado así:

Dato privado: Es el dato que por su naturaleza íntima o reservada sólo es relevante para el titular.

Dato semiprivado: es semiprivado el dato que no tiene naturaleza íntima, reservada, ni pública y cuyo conocimiento o divulgación puede interesar no sólo a su titular sino a cierto sector o grupo de personas o a la sociedad en general, como el dato financiero y crediticio de actividad comercial o de servicios (...).

De lo anterior, puede considerarse que la información acerca del salario de la alta gerencia o los honorarios que reciben los miembros de junta directiva se enmarcan en la categoría de dato semiprivado, pues evidentemente es relevante no solo para ellos, sino para el mercado en general, dado el papel tan importante que desempeña la empresa privada en la economía de una sociedad. Al respecto, la Corte Constitucional ha señalado que si bien estos datos tienen un nivel de protección menor que el establecido para los privados y los sensibles, de todas formas se hace necesaria la autorización por parte de su titular para que los mismos puedan ser divulgados y utilizados para los fines autorizados. Por todo lo anterior, los emisores deberán evaluar los riesgos que implica revelar esta información al mercado, y contar con la autorización expresa o tácita de los administradores para que sus datos puedan ser divulgados.

### **2.3 PRIMEROS AVANCES EN LA IMPLEMENTACIÓN DEL NUEVO CÓDIGO PAÍS DE 2014**

En adición a los retos que afrontan los emisores al adoptar las recomendaciones que trae el nuevo Código País, su adopción implica una serie de decisiones y compromisos que deben ser asumidos por el máximo órgano social, la junta directiva, la alta gerencia e, incluso, por cada empleado de la organización. Muestra

de ello, son las decisiones tomadas por las asambleas generales de accionistas en sus reuniones ordinarias del mes de marzo de 2015, donde numerosos emisores de valores presentaron a sus accionistas un plan de implementación que se caracterizó por contener extensas reformas a sus estatutos, aprobación de políticas, modificaciones a los códigos de buen gobierno, y la creación de nuevos reglamentos, manuales y procesos.

Como evidencia de lo anterior, se mencionarán las acciones tomadas por algunas de las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia, quienes conscientes de la importancia de estos asuntos, han respondido rápidamente a las nuevas exigencias y han activado distintas áreas de su organización para desarrollar el sistema integral que pretende la actual regulación.

- **Ecopetrol S.A.**

Esta Compañía, con presencia en Brasil, Estados Unidos, Perú y Colombia<sup>167</sup>, es una de las petroleras más grandes de la región que, a pesar de la disminución en el precio del crudo y la obligada reducción de sus gastos, ha decidido continuar fortaleciendo su sistema de gobierno corporativo mediante la adopción de las recomendaciones del nuevo Código País. En efecto, el pasado 26 de marzo de 2015, la administración de esta Compañía presentó una propuesta de reforma de estatutos a la asamblea general de accionistas, con el propósito de adaptarlos a los recientes lineamientos.

Esta reforma, que fue aprobada por el máximo órgano social, permitió la materialización de algunas medidas, en especial cabe resaltar las siguientes: (1) se amplió el termino de convocatoria para las reuniones ordinarias y extraordinarias de la asamblea general de accionistas; (2) se estableció que los miembros independientes deberán ser mayoría en la junta directiva; (3) se permitió la

---

<sup>167</sup> ECOPETROL. <http://www.ecopetrol.com>. Recuperado el 13 de abril de 2015

realización de distintas clases de evaluaciones a los directores de la Sociedad; (4) se modificó el nombre del comité de auditoría para hacer explícita su función en materia de riesgos; y (5) se estableció la obligación de cumplir con las prácticas de gobierno corporativo voluntariamente adoptadas por parte de todos los empleados.

Cabe anotar que esta Compañía, al igual que otros emisores, efectuó la convocatoria a la asamblea general de accionistas con 30 días de anticipación a la fecha de celebración de la reunión, sin estar obligado a hacerlo, sin embargo, mantuvo el término que se establece en el artículo 379 del Código de Comercio para el ejercicio del derecho de inspección, esto es, los 15 días hábiles anteriores a la reunión.

- **Grupo Nutresa S.A.**

Esta importante empresa del sector de alimentos, que tiene presencia directa en 14 países y cuenta con 43.400 empleados, de los cuales 12.371 están por fuera de Colombia<sup>168</sup>, se ha caracterizado por mantener altos estándares de gobierno corporativo, lo que le ha permitido hacer parte por cuarto año consecutivo del Índice Mundial de Sostenibilidad del Dow Jones<sup>169</sup>.

Al igual que la petrolera, Nutresa reformó sus estatutos y, en términos generales, realizó modificaciones bastante similares, no obstante, se destacan las siguientes:

- Estatutariamente, la Compañía se obligó a publicar en su página web los modelos de poder que sus accionistas pueden utilizar para hacerse representar en las reuniones del máximo órgano social, los cuales incluirán los puntos del orden del día y las correspondientes propuestas de acuerdo que serán

---

<sup>168</sup> GRUPO NUTRESA. <http://www.gruponutresa.com>. Recuperado el 13 de abril de 2015

<sup>169</sup> Este índice mide y analiza el desempeño de las empresas líderes en el mundo en términos económicos, ambientales y sociales, y sirve como punto de referencia para los inversionistas al momento de tomar decisiones de negocio. Uno de los aspectos que más se analizan, es la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo y el relacionamiento con los grupos de interés.

sometidas a consideración de los accionistas. Esto con el fin de que el accionista, si así lo estima conveniente, indique en cada caso el sentido de su voto a su representante.

- En desarrollo de lo establecido en la medida 7.1 que está relacionada con la resolución de controversias, los accionistas aprobaron que las diferencias que por razón del contrato social surjan entre ellos, o entre estos y la Compañía o su Junta Directiva, serán sometidas a la justicia arbitral.
- Se amplió a 30 días comunes el término de la convocatoria a la asamblea general de accionistas, solo para las reuniones en que: (i) se examinen los estados financieros de fin de ejercicio; (ii) se consideren proyectos de fusión, escisión o transformación, o la cancelación de la inscripción de las acciones en el Registro Nacional de Valores y Emisores; y (iii) se aumente el capital autorizado o se disminuya el capital suscrito. En los demás eventos la convocatoria se hará con una antelación de 15 días comunes.
- En línea con la recomendación 8.1, Grupo Nutresa estableció algunas funciones de carácter indelegable en la asamblea general de accionistas, a saber: (1) aprobar la política general de remuneración de la Junta Directiva, y en el caso de la Alta Gerencia cuando a esta se le reconoce un componente variable vinculado al valor de la acción; (2) fijar las remuneraciones de los miembros de la junta directiva y del revisor fiscal; (3) acordar la fusión de la Compañía, su escisión, segregación, transformación o disolución anticipada; y (4) la enajenación o el arrendamiento de la totalidad de sus activos.

Con relación a la función de aprobar la política de sucesión de la junta directiva, se permite que se delegue a otros órganos distintos de la asamblea; sin embargo, en su pasada reunión ordinaria, esta función no fue delegada y los accionistas aprobaron la política propuesta por la administración.

- Se establecen numerosas funciones de carácter indelegable para la junta directiva, y se fortalece el papel del secretario general de la Sociedad, haciendo explícitas sus funciones y regulando lo relativo a su nombramiento y remuneración.
- **Grupo Argos S.A.**

El modelo empresarial de esta Empresa se ha caracterizado por convertir recursos naturales en productos y servicios de alta calidad, actividad que realiza a través de sus filiales como: Celsia, Cementos Argos, Compas, Sator y Situm<sup>170</sup>, logrando posicionarse como una compañía líder en los negocios del cemento, la energía eléctrica y el carbón, tanto a nivel nacional como internacional.

En materia de gobierno corporativo, esta Empresa se destaca, pues en la última reunión del máximo órgano social, permitió a sus accionistas ejercer el derecho de inspección con 30 días comunes de antelación a la celebración de la reunión, además incluyó las siguientes disposiciones en sus estatutos que se traducen en más garantías y mayor transparencia en la relación con sus accionistas y demás grupos de interés:

- Permite que uno o varios accionistas que representen como mínimo un 5% del capital suscrito de la Sociedad, puedan solicitar a la administración autorización para encargar, a su costa y bajo su responsabilidad, la realización de auditorías especializadas en materias distintas a las evaluadas por el revisor fiscal.
- Establece que la Sociedad, los administradores y todos los empleados deberán cumplir y hacer cumplir lo establecido en el Código de Buen Gobierno, así como las políticas y procedimientos que se emitan por los órganos de gobierno de la Sociedad.

---

<sup>170</sup> GRUPO ARGOS. <http://www.grupoargos.com>. Recuperado el 14 de abril de 2015

- Con relación a los conflictos de interés que pueden llegar a presentarse en el día a día de la Entidad, se establece: “(i) cuando entren en contraposición el interés de la Sociedad y el de sus accionistas, administradores o el de un tercero vinculado a ella, siempre se preferirá el interés de la Sociedad; y (ii) cuando entren en contraposición el interés de los accionistas y el de sus administradores o el de un tercero vinculado a ella, siempre se preferirá el interés de los accionistas”<sup>171</sup>.

- **Grupo Aval Acciones y Valores S.A.**

El Grupo Aval es uno de los conglomerados financieros más grandes de Colombia y de Latinoamérica, el cual ofrece una amplia gama de servicios financieros a sus usuarios en los países donde tiene presencia. Esta Entidad controla directamente los bancos de Bogotá, de Occidente, el Banco Popular y el Banco AV Villas<sup>172</sup>, todas entidades financieras que deben contar con altos estándares en materia de gobierno corporativo, debido a la naturaleza de los recursos que administran.

A diferencia de otros emisores, en su última asamblea, esta Compañía no se anticipó a la realización de la convocatoria con 30 días de anticipación como lo recomienda Código País, ni tampoco llevó a cabo reforma alguna en sus estatutos tendiente a aplicar las medidas de buen gobierno indicadas anteriormente. Esta omisión por parte del Grupo, puede interpretarse así: (1) todas las modificaciones que exige el nuevo Código País aún están en construcción y serán puestas en consideración de la asamblea general de accionistas en una reunión extraordinaria durante el transcurso del año; o (2) la Compañía ha decidido no adoptar las nuevas recomendaciones. En cualquier caso, habrá que esperar hasta el diligenciamiento

---

<sup>171</sup> SUPERFINANCIERA. <http://www.superfinanciera.gov.co>. Recuperado el 14 de abril de 2015

<sup>172</sup> GRUPO AVAL. <http://www.grupoaval.com>. Recuperado el 14 de abril de 2015

de la encuesta de mejores prácticas corporativas en 2016, para conocer la posición de esta Compañía acerca de esta materia.

A las mismas conclusiones podría llegarse con relación a Isagen S.A. E.S.P., Bancolombia S.A., Organización Terpel S.A., Cemex Latam Holdings S.A., entre otras compañías, que tampoco han adelantado ninguna reforma en sus estatutos tendientes a adoptar las mejores prácticas de gobierno corporativo que impulsa la Circular Externa 028 de 2014. Sin embargo, esto no significa que estas empresas no tengan buenas prácticas de gobierno corporativo, por el contrario, sociedades como Isagen y Bancolombia se han distinguido por adoptar medidas más allá del nivel exigido por la Ley. Esto lo demuestran al brindar información clara y completa a sus accionistas y al público en general, mediante la publicación en sus sitios web, de sus códigos de buen gobierno, estatutos sociales, reglamentos de asamblea, junta directiva y comités, y demás documentos donde revelan información relevante para los inversionistas.

Lo anteriormente expuesto demuestra que los emisores colombianos sí están comprometidos con la adopción de mejores prácticas y, a pesar de los retos que afrontan, de forma paulatina irán fortaleciendo sus estándares de gobierno, en búsqueda de los beneficios que estas medidas ofrecen a la sociedad, sus accionistas y sus grupos de interés.



### 3. CONCLUSIÓN

Tal como lo expresa la Superintendencia Financiera en los antecedentes del nuevo Código País:

El Gobierno Corporativo no es un fin en sí mismo, que culmina con la implementación a través de distintos documentos societarios de buenas prácticas de Gobierno Corporativo, sino que debe ser entendido como el medio que en el marco de un proceso dinámico y cambiante, dote a las empresas de las herramientas necesarias para una adecuada administración y control. Igualmente, es evidente que la vigilancia de la calidad del cumplimiento de las prácticas implementadas representa, sin duda, el mayor reto que para los años venideros afrontan las propias empresas, supervisores e inversionistas<sup>173</sup>.

Lo anterior supone que las empresas, más allá de la implementación de las medidas y la creación de códigos y políticas, deberán concentrar todo su esfuerzo en la construcción de un sistema de gobierno corporativo integral que permita abarcar la totalidad de aspectos que resultan relevantes en el gobierno de la sociedad y que garantice la efectividad real de las medidas, pues de nada sirve contar con documentos legales completos y bien elaborados que en la práctica no se materializan por falta de controles o supervisión.

La eficacia de las normas es un asunto fundamental, pues como se evidenció en los casos planteados en la primera parte del texto, esas compañías contaban con códigos de buen gobierno, eran pioneras en el tema de gobierno corporativo, fomentaban la aplicación de estas buenas prácticas, contaban con asesores externos competentes y altamente calificados, y algunas se consideraban modelos a seguir en la materia, sin embargo nada de ello fue suficiente para impedir los escándalos en los que se vieron inmersas, toda vez que no contaban con controles efectivos que permitieran garantizar la aplicación de sus reglamentos, dejando sin

---

<sup>173</sup> Código de Mejores Prácticas Corporativas de 2014, p.2.

utilidad alguna los documentos que se habían creado, al parecer, exclusivamente para cumplir los requisitos que les imponía la ley.

Es importante señalar que la vigilancia y el efectivo cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo no dependen exclusivamente de la administración o de los organismos de control, por el contrario, todos los grupos de interés pueden aportar a este propósito mediante el ejercicio de sus derechos de manera activa. Así, en el caso de los accionistas, estos deben participar conscientemente en las reuniones de la asamblea, ejercer su derecho de inspección y hacer las solicitudes de información que consideren necesarias para una mayor transparencia en el gobierno de la sociedad. En este punto, cobra mayor importancia el papel que están desempeñando los llamados “accionistas activistas” a nivel global, quienes deberán continuar interviniendo en la administración de las empresas, con el fin de que estas, además de generar rentabilidad, adopten prácticas sostenibles y socialmente responsables que garanticen el respeto por la sociedad y promuevan la durabilidad de las compañías en el largo plazo.

En relación con los niveles de implementación de las prácticas de gobierno corporativo, resulta necesario resaltar el gran papel que ha venido desempeñando el país, porque hoy, en relación con los primeros pasos en la materia, se ha avanzado. Todos los asuntos tratados por el Código País han mostrado mayores niveles de implementación respecto del primer año de medición. Sin embargo, esto no es suficiente, aún se considera necesario seguir trabajando en la adopción de estas medidas para lograr respeto por los derechos consagrados, ya que con ello no solo se incrementa la transparencia y la confianza en el mercado sino que esto tiene una influencia directa en la rentabilidad de las empresas, aumentando su valor económico y creando mayores y mejores opciones de financiación y por ende generan beneficios para todos por la consolidación de la economía.

Anteriormente se creía que la rentabilidad dependía principalmente del sector en que estuviera compitiendo la empresa y de las variables macroeconómicas de la región, sin embargo a raíz de los escándalos empresariales derivados de malos manejos financieros, se comenzó a estudiar más a fondo la relación que existe entre buen gobierno y rentabilidad. De esta manera, consultores, entidades calificadoras de riesgos, bancos, etc., comenzaron a evaluar no solo los estados financieros sino el manejo que los directivos dan a sus compañías, y cómo es su relación con los empleados, accionistas y comunidad en general<sup>174</sup>.

La afirmación que el gobierno corporativo influye directamente en la rentabilidad de las empresas ha sido constatada estadísticamente por estudios realizados en diferentes lugares del mundo, como el llevado a cabo por Charlie Weir<sup>175</sup> y David Laing<sup>176</sup> en el año 2000, quienes analizando la situación de 200 empresas británicas, demostraron que cuando se adoptan prácticas de gobierno corporativo el valor de mercado de la compañía aumenta<sup>177</sup>.

Por lo anterior, un mejoramiento en la rentabilidad de la compañía será un incentivo más para que las empresas estén abiertas a la adopción de estas recomendaciones en sus actividades, que si bien generará altos costos para las empresas más grandes, los mismos se verán compensados con los buenos resultados que alcance la organización, derivados de las buenas prácticas que se adopten.

Por último, es importante anotar que, en términos generales, las 148 recomendaciones del nuevo Código País no entran en conflicto directo con la normatividad vigente que aplica para los emisores de valores en Colombia. Por el

---

<sup>174</sup> <http://www.dinero.com/opinion/columnistas/articulo/en-que-influye-gobierno-corporativo-empresas/206118>. Recuperado el 3 de abril de 2015

<sup>175</sup> Charlie Weir es profesor de Economía en la Escuela de Negocios de Aberdeen, Robert Gordon University, Aberdeen, Reino Unido.

<sup>176</sup> David Laing es un asistente de investigación en la Escuela de Economía de Aberdeen, Robert Gordon University, Aberdeen, Reino Unido.

<sup>177</sup> <http://www.dinero.com/opinion/columnistas/articulo/en-que-influye-gobierno-corporativo-empresas/206118>. Recuperado el 3 de abril de 2015

contrario, se considera como un excelente complemento a las normas existentes, que busca reforzar los lineamientos que con anterioridad habían establecido el Código de Comercio, la Ley 222 de 1995 y la Ley 964 de 2005 en materia de gobierno corporativo. Sin embargo, donde sí se generarán conflictos será con aquellas empresas que no estén abiertas a la idea de un mercado más transparente, más competitivo y en línea con las nuevas tendencias internacionales. Con todo, resultará interesante ver en un futuro la manera como las empresas, el Estado y los accionistas enfrentaran los retos que impondrá la implementación del nuevo Código País y ver si al fin Colombia y sus empresas lograrán apropiarse del tema, dando como resultado la confección de un sistema consolidado, audaz, efectivo y pragmático.

## BIBLIOGRAFÍA

ALDANA, Mivia. Historia de Parmalat. Disponible en:

<http://es.scribd.com/doc/209920901/Historia-de-Parmalat#scribd>. Recuperado el 3 de marzo de 2015.

ANDRÉS ALONSO, Pablo de y SANTAMARÍA MARISCAL, Marcos. Un paseo por el concepto de gobierno corporativo. En: Revista de Responsabilidad Social de la Empresa, vol. 2, nº 2. Mayo-agosto 2010. Madrid. Disponible en: [http://web.uam.es/personal\\_pdi/economicas/paalonso/Archivos/AndresSantamariaRSE2010.pdf](http://web.uam.es/personal_pdi/economicas/paalonso/Archivos/AndresSantamariaRSE2010.pdf).

ARCUDIA HERNÁNDEZ, Carlos Ernesto. El activismo de los inversionistas institucionales en el gobierno de las grandes sociedades. En: Revista Contaduría y Administración. 57 (4), México, 2012.

BARONA ZULUAGA, Bernardo. Principios de la OCDE. Genealogía, descripción y aplicación. Comentarios. Libro Blanco de Gobierno Corporativo, Confecámaras. 2003.

BENAVIDES FRANCO, Julián. Documento conceptual del Gobierno Corporativo. Superintendencia Financiera de Colombia, Delegatura para el Gobierno Corporativo. 2006. Disponible en: <http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Documentos%20RSE/Historia%20del%20Gobierno%20Corporativo%20%2814%29.pdf>

CAF. Buen gobierno corporativo para América Latina. Caracas: 12 de agosto de 2013. Disponible en: <http://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2013/08/buen-gobierno-corporativo-para-america-latina/?parent=13732>. Recuperado el 9 de marzo de 2015.

CASO ENRON. Disponible en:

<http://eco.unex.es/jltato/ARCHIVOS/CASOS/CASO%20ENRON.pdf>. Recuperado el 3 de marzo de 2015

CÓDIGO DE MEJORES PRÁCTICAS CORPORATIVAS. 2014

COLOMBIA. Código de comercio.

COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPUBLICA. Ley 1266 de 2008, Ley 1581 de 2012 y Ley 964 de 2005

COLOMBIA. Constitución Política de 1991.

COLOMBIA. Decreto 4432 de 2006. Decreto Reglamentario 1377 de 2013. Resolución 275 de 2001

COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES. Circular externa 100-006 de 2008.

COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Circular externa 007 de 2011, 028 de 2007 y 028 de 2014. Disponible en: <https://www.superfinanciera.gov.co>

COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA. Informes anuales de gobierno corporativo. Disponible en:

<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=10782>

DAVIES, Adrian. A Strategic Approach to Corporate Governance. England: Gower Publishing Limited, 1999. Disponible en:

[http://books.google.com.co/books?id=MbLuqDKcFCQC&printsec=frontcover&hl=es&source=gbs\\_ge\\_summary\\_r&cad=0#v=onepage&q&f=false](http://books.google.com.co/books?id=MbLuqDKcFCQC&printsec=frontcover&hl=es&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false)

DEL VALLE BORRÁEZ, Clemente y CARVAJAL CÓDOBA, Mauricio. Gobierno corporativo en Colombia: desarrollos y perspectivas. En: Claves del Gobierno Corporativo. Centro Nacional de Gobierno Corporativo

DELOITTE. Ley Sarbanes - Oxley. Disponible en: <http://webserver2.deloitte.com.co/A%20WEB%20Recursos/Rec%20Auditoria/4.%20Otros%20auditoria/SOA%20Espa%C3%B1ol%20Deloitte.pdf>

ECOPETROL. Disponible en: <http://www.ecopetrol.com>. Recuperado el 13 de abril de 2015

ELGUETA, Enrique. Accionistas activistas: ¿un fenómeno que crece en Chile? Chile: 27 de noviembre de 2012. Disponible en: <http://www.pulso.cl/noticia/empresa-mercado/mercado/2013/12/13-35821-9-accionistas-activistas-un-fenomeno-que-crece-en-chile.shtml>. Recuperado 13 de marzo de 2015.

ELORZA, Luisa Fernanda. Marco legal del gobierno corporativo en Colombia. Libro Blanco de Gobierno Corporativo, Confecámaras. 2003.

ESTEBAN GONZÁLEZ, Elsa. Análisis ético del informe Cadbury: aspectos financieros del gobierno de las sociedades. En: Papeles de Ética, Economía y Dirección, nº 5, 2000.

EUROSIF/FORÉTICA. “El activismo accionarial en Europa: manual europeo 2006”. 2006.

FRAUDE WORLD.COM. 30 de junio de 2010. Disponible en: <http://fraudeworldcom.blogspot.com/>. Recuperado el 3 de marzo de 2015

FRAUDES FINANCIEROS. El caso de Parmalat. 22 de julio de 2012. Disponible en: <http://elfraudefinanciero.blogspot.com/2012/07/el-caso-de-parmalat.html>. Recuperado el 3 de marzo de 2015

FREEMAN, James. Auge y caída de AIG, la mayor aseguradora del mundo. The Wall Street Journal. Disponible en:  
<http://www.expansion.com/2013/02/19/directivos/1361299246.html>. Recuperado el 3 de marzo de 2015

GARCÍA SOTO, María Gracia. El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial. Tesis doctoral. Gran Canaria: Universidad Las Palmas, 2003. Disponible en: <http://www.eumed.net/tesis-doctorales/mggs/>.

GARZON, Mitchell. Con miras hacia un futuro transparente. En: Claves del Gobierno Corporativo, Centro Nacional de Gobierno Corporativo.

GAVIRIA MUÑOZ, Simón. Interbolsa, la jugada que no tuvo final feliz. Nov. 13 de 2012. Disponible en:  
[http://www.larepublica.co/sites/default/files/larepublica/INTERBOLSA%20escritorio\\_0.pdf](http://www.larepublica.co/sites/default/files/larepublica/INTERBOLSA%20escritorio_0.pdf). Recuperado el 3 de abril de 2015

GÓMEZ BENTANCUORT, Gonzalo. Rompiendo los mitos del gobierno corporativo. En: Revista Dinero: 2 de febrero de 2015. Disponible en:  
<http://www.dinero.com/opinion/columnistas/articulo/mitos-del-gobierno-corporativo/205335>

GONZALEZ FERNANDEZ, Rodrigo. Las monjas “accionistas activistas” de Filadelfia presentan su informe anual de RSE. Chile: 1 de junio de 2012. Disponible en: [http://respsoem.blogspot.com/2012\\_06\\_01\\_archive.html](http://respsoem.blogspot.com/2012_06_01_archive.html). Recuperado 13 de marzo de 2015.

GRUPO ARGOS. Disponible en: <http://www.grupoargos.com>. Recuperado el 14 de abril de 2015

GRUPO AVAL. Disponible en: <http://www.grupoaval.com>. Recuperado el 14 de abril de 2015



GRUPO NUTRESA. Disponible en: <http://www.gruponutresa.com>. Recuperado el 13 de abril de 2015

HARVARD BUSINESS SCHOOL. History of the Lehman Brothers. Contemporary Business Archives. Disponible en: <http://www.library.hbs.edu/hc/lehman/history.html>. Recuperado el 3 de marzo de 2015

INFORME CADBURY. Disponible en: <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>

INTERBOLSA, razones de la quiebra. 16 agosto de 2013. Disponible en: <http://www.dinero.com/inversionistas/caso-interbolsa/articulo/interbolsa-razones-quiebra/181954> Recuperado el 3 de abril de 2015

Jefe de riesgo de Interbolsa recibió \$100 millones de Alessandro Corridori. 7 abril de 2013. Disponible en: <http://www.elespectador.com/noticias/judicial/jefe-de-riesgo-de-interbolsa-recibio-100-millones-de-al-articulo-414579>. Recuperado el 3 de abril de 2015

JENSEN, Michael C. A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms. First Harvard University Press paperback edition, 2003.

Junta Directiva de Interbolsa sabía riesgos de las operaciones con repos de Fabricato, de acuerdo con acta 21 de noviembre de 2012. Disponible en: [http://www.elcolombiano.com/BancoConocimiento/J/junta\\_directiva\\_de\\_interbolsa\\_sabia\\_riesgos\\_de\\_las\\_operaciones\\_con\\_repos\\_de\\_fabricato/junta\\_directiva\\_de\\_interbolsa\\_sabia\\_riesgos\\_de\\_las\\_operaciones\\_con\\_repos\\_de\\_fabricato.asp](http://www.elcolombiano.com/BancoConocimiento/J/junta_directiva_de_interbolsa_sabia_riesgos_de_las_operaciones_con_repos_de_fabricato/junta_directiva_de_interbolsa_sabia_riesgos_de_las_operaciones_con_repos_de_fabricato.asp). Recuperado el 3 de abril de 2015

KELLEY, Kevin W. The Sarbanes-Oxley Act and Foreign Private Issuers. 2007. Disponible en: <http://www.gibsondunn.com/publications/Documents/Kelley-Sarbanes-OxleyActForeignPrivateIssuers.pdf>.

La verdad sobre la comisionista Interbolsa. Nov. 3 de 2012. Disponible en: <http://www.semana.com/nacion/articulo/la-verdad-sobre-comisionista-interbolsa/267355-3>. Recuperado el 3 de abril de 2015

LAGOS CORTÉS, Diógenes y VECINO ARENAS, Carlos Enrique. Medición de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en Colombia. En: Tendencias – Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad de Nariño, Vol. XII, No. 2. 2011

LAGOS CORTÉS, Diógenes. Análisis de las prácticas de gobierno corporativo en la bolsa de valores de Colombia. En: AD-Minister, núm. 23, julio-diciembre 2013

LEHMAN BROTHERS. El Blog el Salmón. Disponible en: <http://www.elblogsalmon.com/gestiones/empresas/lehman-brothers>. Recuperado el 3 de marzo de 2015

LINEAMIENTOS PARA UN CÓDIGO LATINOAMERICANO DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO, Edición de 2013. Disponible en: <http://www.publicaciones.caf.com>

MARULANDA GÓMEZ, Eugenio. Mercado de valores en América Latina. En: Claves del gobierno corporativo. Centro nacional de gobierno corporativo.

MASTRANGELO, Alejandra. TUAC Prioridades para la revisión de los principios del gobierno corporativo de la OCDE. 12 de marzo de 2014. Disponible en: <https://alejandramastrangelo.wordpress.com/2014/03/12/tuac-prioridades-para-la-revision-de-los-principios-de-gobierno-corporativo-de-la-ocde/>. Recuperado el 2 de marzo de 2015.

MONKS, Robert y MINOW, Newll. Corporate Governance. 2009.

MUÑOZ CASTELLANOS, Rosa y NEVADO PEÑA, Domingo. El desarrollo de las organizaciones del siglo XXI. Madrid: Especial Directivos, 2007.

NAVARRETE, Milenka; ALPISTE, Heidi y BRUNDICH, Yeliza. Caso ENRON. Disponible en: <http://casoenronetica.blogspot.com/2012/09/caso-enron.html>. Recuperado el 3 de marzo de 2015

OCDE. Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE. 2004. Disponible en: <http://www.oecd.org/centrodemexico/laocde/>. Recuperado el 5 de marzo de 2015

PICATOSTE, G. Las monjas de Wall Street. Nueva York: 24 de febrero de 2012. Disponible en: <http://www.abc.es/20120224/contraportada/abcp-monjas-wall-street-20120224.html>. Recuperado 13 de marzo de 2015.

POZZI, Sandro. Ebbers ingresa en prisión por el fraude de WorldCom. Diario El País. 27 septiembre de 2006. Disponible en: [http://elpais.com/diario/2006/09/27/economia/1159308028\\_850215.html](http://elpais.com/diario/2006/09/27/economia/1159308028_850215.html). Recuperado el 3 de marzo de 2015

RAMÍREZ RUIZ, Juan Carlos. Documento conceptual del Gobierno Corporativo. Superintendencia Financiera de Colombia, Delegatura para el Gobierno Corporativo. 2006.

REVISTA DINERO. 27 de enero de 2015. Disponible en: <http://www.dinero.com/empresas/articulo/gobiernos-corporativos-colombia-buenos-pero-pueden-mejorar/205115>

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. "SEC Adopts Rules for Say-on-Pay and Golden Parachute Compensation as Required Under Dodd-Frank Act". 2011. Disponible en: <https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-25.htm>

SEC. Disponible en: <https://www.sec.gov/investor/espanol/quehacemos.htm>. Recuperado el 14 de abril de 2015

TAUTIVA RODRIGUEZ, Cristian Camilo. Una aproximación al caso Interbolsa. Universidad del Rosario. Disponible en:

<http://repository.urosario.edu.co/bitstream/handle/10336/4826/1032384570-2013.pdf?sequence=6>

VÉLEZ PACHÓN, Federico. Aproximaciones al gobierno corporativo en Colombia: incursión y desarrollos actuales (Perspectivas de aplicación en el mercado de valores). En: Criterio Jurídico, Vol. 7. Cali, 2007